

UNIVERSIDAD NACIONAL

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES
ESCUELA DE ECONOMÍA

Flexibilización Cambiaria En Costa Rica: Un estudio de Caso

Seminario de Graduación

Trabajo final de Graduación sometido a consideración del
Tribunal Examinador para optar por el grado de Licenciatura
en Economía

Jesús Alonso Arce Lobo
J. David Sánchez Sáenz
Mercedes Fernández Paniagua
Mariannela Villalobos Cortés

Heredia, Costa Rica
Marzo 2010

Sustentantes:

José David Sánchez Sáenz

Mariannela Villalobos Cortés

Mercedes Fernández Paniagua

Jesús Alonso Arce Lobo

Tribunal Examinador:

MSc. Álvaro Martín Parada Gómez
Representante del Decano

MSc. Randall Arce Campos
Director del Seminario

MSc. Carlos Arguedas Campos
Lector
Representante de Unidad Académica

Dr. Mario Hidalgo González
Lector

I. Capítulo I: Flexibilización Cambiaria en Costa Rica.6

A. Presentación 6
B. Justificación 7
C. Tema 9
D. Objetivo General 10
 1. Objetivos Específicos..... 10

II. Capítulo II. Marco Teórico.11

1. El Tipo de Cambio y su Interrelación con el Nivel de Precios..... 13
 a) Ley de un Solo Precio. 13
 b) Paridad del Poder de Compra. 13
2. Las Expectativas Sobre el Tipo de Cambio y las Tasas de Interés..... 14
3. El Equilibrio en una Economía: el Mercado de Bienes y los Mercado
Financieros. 16
 a) Mercado de Bienes y Servicios - IS 17
 b) Depreciación y Balanza Comercial 18
 c) Mercado Financiero - LM 19
 d) Equilibrio en una Economía Abierta: Mercados de Bienes y Mercados
Financieros 19
4. Sistemas de Tipo de Cambio Fijo. 20
 a) Fijación Reptante del Tipo de Cambio. 21
5. Sistema Tipo de Cambio Flexible. 21
 a) Flotación Limpia. 21
 b) Flotación Sucia. 22
 c) Bandas de Fluctuación..... 22
 d) Dolarización y Cajas de Conversión 22
6. Implicaciones del Régimen Cambiario en la Política Monetaria, dada una
Coyuntura de Movilidad Internacional del Capital. 23
 a) Régimen de Tipo de Cambio Fijo 23
 b) Régimen de Tipo de Cambio Flexible 24
7. Debate sobre la Conveniencia de los Distintos Regímenes para el
Funcionamiento de la Economía..... 24
8. El Funcionamiento del Sistema de Bandas Cambiarias o Zonas Objetivo.

31

**III. Evolución reciente del sistema cambiario e introducción
del Sistema de Bandas Cambiarias36**

A. La Política Cambiaria Precedente a las mini-devaluaciones: La Forma Etérea
del Tipo de Cambio en Costa Rica. 36

B. Régimen Cambiario vigente entre Enero de 1982 y Noviembre de 1983: Un período de Transición.....	39
C. Política Cambiaria entre 1984 y Febrero de 1992: La innovación de las minidevaluaciones.....	39
D. Proceso de Modernización y Liberalización Financiera en Costa Rica a partir de 1992.....	41
E. Minidevaluaciones: "El Régimen Temporal".....	41
F. El Proceso de Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: La introducción de las Bandas.....	49
G. El Tipo de Cambio de Referencia.....	50
H. El Sector Público no Bancario.....	51
I. Modificaciones al Sistema de Bandas Cambiarias.....	52

IV. Evaluación de la primera fase de aplicación del sistema cambiario y expectativas futuras. Fortalezas y Debilidades del sistema en el Contexto actual54

A. Producto Interno Bruto.....	54
B. Balanza de Pagos.....	55
C. Reservas Monetarias Internacionales.....	56
D. Tasas de Interés.....	57
E. Crédito al Sector Privado.....	60
F. Riqueza Financiera del Sector Privado.....	61
G. Inflación.....	62
1. Índice de Precios al Consumidor.....	63
2. Índice Subyacente de la Inflación.....	64
H. Tipo de Cambio.....	65

V. Metodología:.....69

A. Estudio del caso.....	69
1. Elaboración del Cuestionario.....	69
2. Método de Recolección de la Información.....	70
3. Cuestionario Piloto.....	70
4. Cuestionario Definitivo.....	72
5. Aplicación del Cuestionario Definitivo.....	73
6. Nivel de respuesta en medios electrónico.....	74

VI. Análisis de Resultados.....76

A. Calificación del Proceso de Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias.....	76
B. Calificación de la información brindada por el BCCR.....	80
C. Ajustes hechos a la banda.....	81

D. Régimen Cambiario que debe implementarse en Costa Rica.....	85
E. Permitirán las bandas cambiarias reducir los niveles inflacionarios.....	88
F. Calificación de la Credibilidad en la Meta de Inflación.....	93
G. Calificación de la Credibilidad en el Proceso de Defensa de las Bandas.....	95
H. Impacto generado sobre la actividad económica de su empresa.....	98
VII. Conclusiones.	101
VIII. Recomendaciones.....	105
IX. Bibliografía.....	107
X. Anexos.....	112
A. Anexo 1: Cuestionario Encuesta Piloto.....	112
1. Cuestionario Piloto: Universidad Nacional “Modificación del Régimen Cambiario en Costa Rica.” El traslado de Minidevaluaciones a Bandas Cambiarias.	112
B. Anexo 3: Cuestionario Definitivo.....	120
1. Universidad Nacional “Modificación del Régimen Cambiario en Costa Rica.” El traslado de Minidevaluaciones a Bandas Cambiarias.	120
C. Anexo 4: Niveles de Respuesta de Encuestas realizadas por medios electrónicos.....	125

I. Capítulo I: Flexibilización Cambiaria en Costa Rica.

A. Presentación

Tomando como punto de partida la transformación del sistema cambiario de mini-devaluaciones a uno de bandas cambiarias realizado por el Banco Central de Costa Rica (BCCR) de octubre del 2006, es de interés para cada uno de los agentes económicos conocer y entender el funcionamiento y la implementación de este nuevo sistema, pero sobretodo, comprender los efectos que puede tener en la economía y en el bienestar de la sociedad costarricense.

Ciertamente, en la coyuntura económica actual uno de los temas de mayor relevancia e incertidumbre es en sí la flexibilidad cambiaria, especialmente en lo que se refiere al período temporal de las bandas cambiarias, ya que como es sabido nuestro país pretende seguir una política cambiaria con un grado de flexibilización mucho mayor al que se pudo haber vivido algunos años atrás. No cabe duda que una de las tareas de los economistas consiste en determinar con certeza si verdaderamente nuestra economía se encuentra completamente preparada para experimentar el camino hacia una mayor flexibilización del régimen cambiario, o bien si por el contrario debe de continuar con un *despegue suave y prolongado* hacia lo que en materia cambiaria se pretende llegar. En repetidas ocasiones el BCCR ha manifestado que nuestra economía experimentará un proceso de transición, con el que se pretende migrar hacia un sistema cambiario de flotación con intervención por parte de la autoridad monetaria, en situaciones excepcionales.

Con el presente trabajo se realiza un aporte empírico a la economía costarricense y la sociedad en general, en el que se incluye la percepción de diferentes agentes económicos sobre el proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias en Costa Rica. Se expone además la evolución reciente de los diferentes regímenes cambiarios que ha experimentado la economía costarricense en los últimos años, con su reciente transición hacia las Bandas Cambiarias, y un análisis de la interdependencia de esos regímenes con la política monetaria que se ha venido aplicando paralelamente, de manera que se puedan visualizar las fortalezas y debilidades de cada uno de los regímenes aplicados, haciendo hincapié en el actual proceso de transición cambiaria. Por último, se muestra el comportamiento de las principales variables económicas que se encuentran relacionadas con el tipo de cambio y el sector monetario de la economía bajo la influencia de los diferentes

regímenes cambiarios y de esta forma se construyen las recomendaciones de política y conclusiones finales.

B. Justificación

Una de las principales razones por la cuales el Banco Central de Costa Rica (BCCR) atribuye el descontrol en el nivel de precios, es a la llamada "*Trinidad Imposible*" que establece una insostenibilidad en el control de precios cuando se tiene una cuenta de capitales abierta y un tipo de cambio fijo¹, tales condiciones han sido parte de la coyuntura económica de Costa Rica. Si bien es cierto que el régimen cambiario de mini-devaluaciones influyó positivamente en la estructura económica del país al posibilitar una relativa estabilidad externa así como una inserción estratégica y exitosa hacia la economía internacional, es importante recalcar que con el transcurso del tiempo en el que la economía costarricense operó con este sistema fue generando una reducción notoria de la efectividad de la política monetaria puesta en práctica por el ente monetario regulador, situación que a su vez fue generando un aumento considerable en los costos financieros para la autoridad central, principalmente en los últimos años en los que se venía operando con este sistema

Para tener un visión más amplia de este fenómeno monetario en la economía costarricense, se debe de tomar en consideración un modelo de inflación de largo plazo, en donde "*la principal causa del incremento permanente de los precios es el desequilibrio monetario entre la oferta y demanda por dinero, que en el caso de Costa Rica, este desequilibrio tuvo inicialmente (década de los setentas) un origen cuasifiscal, el cual ocasionó un alto déficit de su política monetaria. Posteriormente, el desequilibrio se exacerbó con el exceso de liquidez originado en el sector externo, en donde una cuenta de capitales abierta, abundantes y sostenidas entradas de capitales y un objetivo de tipo de cambio nominal han dificultado la esterilización del exceso de liquidez causado por la monetización del incremento de reservas internacionales*"². La situación anterior, es la que obliga a la autoridad monetaria a tomar una decisión en materia cambiaria ante la persistencia de un mercado privado que venía desarrollando una posición superavitaria.

¹ Aún cuando, en Costa Rica el sistema cambiario se basaba en un esquema de minidevaluaciones, técnicamente es considerado como fijo, pues no se ajusta en la mayor brevedad posible a las condiciones del mercado.

² Duran V, Rodolfo. Torres G, Carlos. **Hacia un entendimiento del fenómeno inflacionario: el caso de Costa Rica. Banco Central de Costa Rica.** Banco Central de Costa Rica. Julio 2007.

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

La búsqueda incesante por parte de la autoridad monetaria para encontrar una solución a la expansión de los medios de pago que circulaban con el sistema de mini-devaluaciones en operación, los lleva a realizar un aumento considerable de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA's) principalmente en la colocación de los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM's) con el fin último de lograr un control monetario efectivo. Sin embargo, se fue creando el clima perfecto para la monetización de la autoridad a raíz de la compra exagerada de divisas a la cual se vieron expuestos y obligados a realizar.

Es básicamente por esta razón que el BCCR decide dar un giro al sistema cambiario que funcione durante aproximadamente 20 años, con el objetivo de lograr un control más real y efectivo de la tasa de inflación, meta que solo lograrían con una política monetaria más eficiente de acuerdo a las condiciones de la economía; es por esta razón que se decide una flexibilidad mayor en la determinación del tipo de cambio para ir incorporando el riesgo cambiario en la expectativa de los agentes económicos.

A raíz de la persistente insostenibilidad cambiaria en la que se encontraba sumergida la economía costarricense, surge la propuesta del BCCR de implementar un sistema monetario conocido como "*Metas de Inflación*", en el que el sistema de bandas cambiarias funge como el primer paso a seguir, y con el que se pretende lograr poco a poco los objetivos preestablecidos en lo que respecta a la tasa de inflación, simultáneamente con la ayuda de un sistema cambiario que podría tener una variabilidad mayor y dejar así de lado de una vez por todas la especulación y predicción del sistema de minidevaluación. Sin embargo no es estrictamente cierto que la flexibilización por sí sola resuelva el problema en el control del nivel de precios, por lo que se torna necesario realizar un monitoreo del proceso de flexibilización y evaluar la efectividad de la medida en la disminución de la inflación.

La posible disminución inflacionaria, variabilidad en el tipo de cambio y su consecuente impacto en las tasas de interés local crean la necesidad de conocer las implicaciones que puede provocar la flexibilización cambiaria tanto sobre el sistema financiero, así como en la elaboración de la Política Monetaria por parte del Banco Central. La relativa incertidumbre inherente a un tipo de cambio flexible provocaría una posible creación de productos de cobertura cambiaria, conocidos como derivados, aumentando, hasta cierto punto, la profundización financiera, entendida esta última como un aumento de los participantes financieros en el mercado así como el aumento de los instrumentos financieros y del volumen

transaccional que se podría generar entre los agentes económicos, los entes financieros y bancarios.

De acuerdo con las experiencias en las economías foráneas, se puede deducir que las expectativas de los agentes económicos son un factor que tiene gran influencia en la determinación del tipo de cambio, por tanto ante este nuevo proceso cambiario que atraviesa la economía costarricense es de suma importancia valorar la capacidad del Banco Central para mantener el tipo de cambio dentro de las bandas fijadas, por medio del uso de sus reservas monetarias o de sus diferentes instrumentos de Política Monetaria, ante posibles ataques especulativos o shock's de cualquier tipo desde y en la economía internacional. En este sentido, la capacidad con la que el BCCR logre mantener sus objetivos de política cambiaria se convierte en una variable de suma importancia, no solo por las implicaciones económicas y sociales, sino también por la misma credibilidad del Banco Central.

C. Tema

De acuerdo con las acciones tomadas por el Banco Central en los últimos meses, se planea liberar el tipo de cambio a través de un proceso gradual, con el objetivo de que para el año 2010 se pueda aplicar un nuevo sistema para enfrentar la inflación, conocido como "Metas de inflación" (*Inflation Targeting*), dicho sistema consiste a grandes rasgos, en la definición de un objetivo de inflación y someter toda la política económica a alcanzar dicho objetivo. Se hace evidente por tanto la necesidad del Ente Central de un sistema de flotación libre para el cálculo del precio del dólar expresado en colones, ya que la opción de tener que fijar el precio de la divisa o bien ponerle límites queda descartada, debido al choque que genera con el objetivo de alcanzar una meta de inflación. En este sentido, con la transformación del sistema cambiario realizado por el BCCR en octubre del 2006, se constituye el primer paso hacia el proceso de transición a las metas de inflación.

Uno de las principales virtudes que ha aportado el actual régimen de bandas cambiarias a la economía costarricense, como bien lo señala el Banco Central, es lograr romper con el círculo vicioso de inercia inflacionaria generada por los aumentos inducidos y programados en el tipo de cambio nominal. En este sentido, los agentes económicos locales y extranjeros ya van aprehendiendo que cualquier transacción o decisión en moneda extranjera en este momento en la economía costarricense conlleva un riesgo cambiario.

En repetidas ocasiones el Banco Central ha advertido que a pesar del grado de avance de este nuevo esquema en tan poco tiempo, es necesario tomar en

consideración un período atinado para ir amoldando las condiciones idóneas y así avanzar hacia las siguientes fases del sistema cambiario e ir consolidándolo.

Es importante recalcar que aunque el régimen cambiario anterior predominó por aproximadamente veinte años lo ideal, según las experiencias en economías extranjeras, como el caso de Chile y algunos países Europeos, es que un sistema de bandas no opere durante mucho tiempo. Algunos de los puntos claves por los cuales se intensifica la dificultad para mantener un régimen de tipo de cambio flexible operando en una economía pequeña y abierta a la economía mundial se centran principalmente en los cambios repentinos de las condiciones financieras y económicas del contexto internacional.

Sin embargo, es necesario para el Banco Central desarrollar una estrategia en los aspectos institucionales, operacionales y técnicos que involucre el hecho de realizar con éxito la modificación del régimen cambiario, y de esta forma generar credibilidad suficiente para asegurar la permanencia del nuevo sistema.

D. Objetivo General

Captar la percepción sobre el proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias aplicado en Costa Rica desde octubre del año 2006.

1. Objetivos Específicos

- Describir los diferentes sistemas cambiarios y su implicación en la política monetaria.
- Delinear la evolución de los diferentes regímenes cambiarios anteriores a la implementación del régimen de bandas cambiarias.
- Estudiar el comportamiento de las principales variables económicas relacionadas con el régimen cambiario.
- Realizar un análisis de la apreciación del proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias en los diferentes sectores económicos.

II. Capítulo II. Marco Teórico.

La apertura de las economías hacia el comercio internacional y la internacionalización del capital, producen un nuevo dilema en los agentes económicos, las decisiones de consumo e inversión ya no se encuentran sujetas o circunscritas a la economía interna de un país. Con la apertura de los mercados de bienes, servicios e instrumentos financieros los individuos elaboran sus cestas de consumo tanto con bienes internos como con bienes extranjeros, de igual manera con las inversiones, ahora el portafolio de los inversionistas puede encontrarse diversificado con una gran variedad de activos financieros de todos los rincones del mundo.

Como la teoría económica señala, las decisiones de los individuos se toman básicamente en respuesta a los precios de los bienes, de los servicios e incluso de los activos financieros. Al existir una diversidad de monedas existe también una diversidad de precios para un solo bien, es necesario, por lo tanto, expresar el precio en una sola moneda, una moneda nacional, es en este punto donde entra a relucir el tipo de cambio.

El **tipo de cambio nominal** se puede definir como el precio de la moneda extranjera expresado en moneda nacional, en otras palabras, es la cantidad de moneda nacional que se debe dar para obtener una unidad moneda extranjera.³ Los tipos de cambio nominales pueden variar, y de hecho lo hacen, un aumento del tipo de cambio implica un aumento del precio de la moneda extranjera en términos de moneda nacional, lo que se le conoce como una depreciación. Por el contrario, si el tipo de cambio nominal aumenta se produciría una apreciación de la moneda nacional, puesto que el precio de la moneda extranjera expresado en moneda nacional disminuiría (Blanchard, 2004).

Aunque el tipo de cambio nominal es una variable de interés para cualquier economista, y por supuesto, para cualquier habitante de un país que no se encuentre sumergido en la autarquía, lo que realmente interesa, como en toda variable monetaria, es el poder adquisitivo de la moneda. Es de poco interés para un individuo obtener una mayor cantidad de moneda extranjera, si de todas maneras los precios de los bienes extranjeros han aumentado. Es precisamente aquí

³ De igual manera podemos tratar al tipo de cambio de manera inversa, considerándolo como la cantidad de moneda extranjera que se debe proporcionar para alcanzar una unidad de moneda nacional.

donde entra en juego el **tipo de cambio real**, que no es más que el “cociente entre los precios extranjeros y los interiores expresados en la misma moneda”⁴, es decir

$$\varepsilon = \frac{e \cdot P^*}{P}$$

Ecuación 1

Donde,

ε = Tipo de cambio real

e = Tipo de cambio nominal

P^* = Nivel de precios externo

P = Nivel de precios interno

Por lo tanto, de acuerdo a la definición de tipo de cambio real, una subida del precio relativo de los bienes interiores expresados en bienes extranjeros significa una apreciación real de la moneda, mientras que, en los mismos términos, una reducción se denomina como una depreciación real de la moneda. La importancia esencial de este concepto radica en que se refiere a las variaciones del precio relativo de los bienes y no al precio relativo de las monedas (Blanchard, 2004).

Las expectativas que generen los agentes económicos sobre la evolución y determinación de una variable económica son de gran importancia a la hora de generar modelos de predicción. En general, diferenciaremos entre dos clases, a saber, **expectativas adaptativas** y **expectativas racionales**. La primera es una teoría de formación de expectativas que toma en cuenta los errores excepcionales acontecidos en el pasado (Blanchard, 2004), mientras que la segunda supone que la formación de expectativas hecha por el individuo se basa en toda la información disponible y existente sobre la variable económica subyacente (Dornbusch, Fischer y Startz, 2002).

El **régimen cambiario** es el sistema o las normas que rigen la determinación del nivel del tipo de cambio. La teoría económica ha abordado el tema de los regímenes cambiarios diferenciándolos y separándolos en dos conjuntos diametralmente opuesto, a saber, los regímenes de tipo de cambio fijo y los de tipo de cambio flexible. Más adelante profundizaremos sobre ellos.

⁴ Dornbusch. Fischer. y Startz. (2002)

1. El Tipo de Cambio y su Interrelación con el Nivel de Precios.

a) Ley de un Solo Precio.

La **Ley de un solo Precio**, iguala el precio interno y externo de un determinado producto, expresado en la misma moneda. Lo que nos dice esta ley es que el tipo de cambio se debe encontrar en tal nivel, que el precio de un bien transable en el mercado internacional debe ser igual en todos los países, pero expresado en diferentes monedas. Es decir, si suponemos que el precio en los mercados internacionales de este bien es igual a p^* , entonces el precio nacional p resulta del producto de p^* por el tipo de cambio e (Larraín y Sachs, 2002):

$$p = p^* \cdot e$$

Ecuación 2

El proceso por el cual se lleva a cabo el cumplimiento de esta ley se le conoce como arbitraje, el cual es el mecanismo en que se compran y venden mercancías con el fin de aprovechar las diferencias entre precio de compra y venta. Por ejemplo, si el precio de un quintal de maíz es de \$100 en Estados Unidos y de \$120 en Costa Rica, entonces es posible para los importadores obtener una ganancia importante comprando maíz en Estados Unidos y vendiéndolo en Costa Rica, sin embargo la competencia entre los mismos importadores provocaría, ceteris paribus, que el precio del quintal de maíz en Costa Rica disminuyera hasta los \$100, con lo que se esfumaría la ganancia inicial.

b) Paridad del Poder de Compra.

La teoría de la **Paridad del Poder de Compra** establece como determinante del tipo de cambio a la diferencia en el comportamiento entre los niveles de precios de dos países, de manera tal que se mantiene inalterada la relación real de intercambio (Dornbusch, Fischer, y Startz, 2002). Esta teoría supone que las variaciones en los tipos de cambio se encuentran respaldadas por las diferencias entre las tasas de inflación de los distintos países, sin embargo, para que esta teoría corresponda con la realidad se deben tomar horizontes extensos de tiempo, es decir, sí existe una relación entre la inflación y el tipo de cambio, pero no es posible dilucidarla sino en el largo plazo.

Se puede apreciar esta teoría como una extensión más generalizada de la Ley de un Solo Precio. En vez de utilizar un determinado producto ahora se aplica a una canasta de productos con la cual se construye un índice de precios. Como se supone que la Ley de un Solo Precio puede ser aplicada a todos los bienes que se transan internacionalmente, es factible también aplicarla, en forma general, al índice de precios al consumidor, de tal manera que este último debería ser igual al

índice de precios internacional multiplicado por el tipo de cambio (Larraín y Sachs, 2002).

La paridad del poder adquisitivo se alcanza cuando una determinada cantidad de moneda nacional logra comprar la misma cesta de bienes dentro de su país que en el extranjero (Dornbusch, Fischer, y Startz, 2002). Podemos observar las desviaciones en la paridad del poder de compra mediante el uso del tipo de cambio real, este último no es más que el resultado de la división del nivel de precios extranjero entre el nivel de precios interno, expresados en la misma moneda, es decir:

$$\varepsilon = \frac{e \cdot P^*}{P}$$

Ecuación 3

Si el tipo de cambio real es igual a 1 quiere decir que las monedas cumplen con la paridad del poder de compra. Un tipo de cambio real mayor que 1 indica que los bienes nacionales son relativamente más baratos que los extranjeros.

Así, de acuerdo con la teoría de la Paridad de Poder de Compra, cuando varía el nivel de precios interno P y/o el externo P^* , el tipo de cambio se ajusta para mantener constante la relación $e \cdot P^* / P$, pero, como dijimos anteriormente, la Paridad del Poder de Compra se refiere a una teoría de determinación del tipo de cambio a largo plazo, y lo que describe es la tendencia del tipo de cambio a lo largo del tiempo, en el sentido de que la trayectoria temporal del tipo de cambio tenderá a igualar la paridad de las distintas monedas.

2. Las Expectativas Sobre el Tipo de Cambio y las Tasas de Interés.

Cuando se tiene la opción de comprar activos financieros extranjeros, es importante tener en cuenta no solo su tasa de rendimiento, sino, además, el nivel del tipo de cambio al momento en que finaliza la inversión.

La relación entre el nivel de tipo de cambio esperado y las tasas de interés se puede explicar mejor con un ejemplo. Si suponemos que invertimos \$1 en bonos nacionales a 1 año, a una tasa i_t , al final del período obtendríamos $\$1 \cdot (1 + i_t)$. Ahora bien, si el tipo de cambio es e_t y colocamos nuestro dinero en bonos extranjeros a un año, con una tasa i_t^* , obtendríamos $\frac{\$1}{e_t} \cdot (1 + i_t^*)$ de moneda extranjera, por lo que tendríamos que convertirlo en dólares. Si el tipo de cambio esperado dentro de un

año es e_{t+1}^e , entonces al final de un año obtendríamos $\frac{\$1}{e_t} \cdot (1+i_t^*) \cdot (e_{t+1}^e)$. Si suponemos

que el riesgo es nulo en cualquiera de los activos, lo que implica que se prefieren los activos con una mayor tasa de rendimiento, se debe cumplir la siguiente relación de arbitraje:

$$(1+i_t) = \left(\frac{1}{e_t}\right) \cdot (1+i_t^*) \cdot (e_{t+1}^e)$$

Ecuación 4

La Ecuación 4 nos dice que el rendimiento obtenido en activos nacionales debe ser igual al rendimiento obtenido en los activos internacionales ambos expresados en moneda nacional. Esta ecuación se puede reorganizar para obtener,

$$1+i_t = (1+i_t^*) \left(\frac{e_{t+1}^e}{e_t}\right)$$

Ecuación 5

Esta ecuación describe la relación de paridad descubierta de los tipos de interés o condición de paridad de los tipos de interés (Blanchard, 2004). Para observar de una mejor manera la implicación de esta relación de arbitraje, podemos transformar la Ecuación 5 de la siguiente manera,

$$1+i_t = (1+i_t^*) \left(1 + \frac{e_{t+1}^e - e_t}{e_t}\right)$$

Ecuación 6

Ahora con esta ecuación obtenemos una descripción de la relación entre las cuatro variables principales, la tasa de interés nacional, la tasa de interés internacional, el tipo de cambio nominal observado y el tipo de cambio nominal esperado. El término $\left(\frac{e_{t+1}^e - e_t}{e_t}\right)$ es la tasa esperada de depreciación de la moneda nacional,

puesto que un aumento de e , el tipo de cambio, es una depreciación. Si se espera que la moneda nacional se aprecie, este término será entonces menor que cero, mientras que si se espera que la moneda nacional se deprecie este término será mayor que cero.

Si se espera que la tasa de depreciación no sea muy elevada, al igual que la tasa de interés, la Ecuación 6 se puede aproximar por medio de la siguiente ecuación,

$$i_t \approx i_t^* + \frac{e_{t+1}^e - e_t}{e_t}$$

Ecuación 7

Esta es una relación notable y trascendental para la investigación, pues que el arbitraje implica que *“el tipo de interés nacional debe ser (aproximadamente) igual al tipo de interés extranjero más la tasa esperada de depreciación de la moneda nacional.”*⁵

Si tomamos la Ecuación 7 veremos que, $i_t \approx i_t^* + \frac{e_{t+1}^e}{e_t} - 1 \Rightarrow i_t - i_t^* + 1 = \frac{e_{t+1}^e}{e_t}$
 $\Rightarrow e_t \cdot (i_t - i_t^* + 1) = e_{t+1}^e$, de lo que resulta la siguiente relación,

$$e_t = \frac{e_{t+1}^e}{(i_t - i_t^* + 1)}$$

Ecuación 8

La Ecuación 8 muestra la existencia de una relación negativa entre la tasa de interés nacional y el tipo de cambio. Dada la tasa de interés internacional, que es una variable exógena, y el valor esperado del tipo de cambio, *“una subida del tipo de interés nacional provoca una reducción del tipo de cambio y, por lo tanto, una apreciación. Simétricamente, una reducción del tipo de interés nacional provoca una subida del tipo de cambio y, por lo tanto, una depreciación.”*⁶

La razón de este comportamiento se encuentra en la demanda de dinero, una subida de la tasa de interés nacional provoca un aumento de la demanda de moneda nacional, lo que se traduce en un aumento de su precio. Por lo tanto, *“si los inversores no modifican sus expectativas sobre el futuro tipo de cambio, entonces cuanto más se aprecie hoy el dólar, más esperaran los inversores que se deprecie en el futuro.”*⁷

Una observación final es importante hacer, la apreciación que se produce en la moneda nacional, debe ser de tal magnitud que la depreciación futura de la moneda compense la subida en la tasa de interés. Lo anterior para mantener la relación de paridad descubierta de los tipos de interés.

3. El Equilibrio en una Economía: el Mercado de Bienes y los Mercado Financieros.

El análisis IS-LM desarrollado por John Hicks y Alvin Hansen, constituye una herramienta esencial para el estudio del equilibrio en el Mercado de Bienes y Mercados Financieros. En la siguiente sección, se amplía dicho análisis, adicionalmente, dadas las condiciones actuales, en las que predomina el comercio

⁵ Blanchard (2004)

⁶ Blanchard (2000)

⁷ Ídem

internacional y la internacionalización del capital, se incorpora el supuesto de apertura económica.

a) Mercado de Bienes y Servicios - IS

La Demanda Agregada (DA) se encuentra compuesta por la demanda de consumo (C), la de Inversión (I), el Gasto Público (G) y las Exportaciones Netas (NX), es decir:

$$DA \equiv C + I + G + XN$$

Ecuación 9

Ahora, bajo el supuesto de economía abierta, las variables de exportaciones e importaciones también resultan endógenas, por lo que la ecuación anterior puede re-expresarse de la siguiente manera:

$$DA \equiv [\bar{C} + (cTR) + c(Y - T)] + I(Y, r) + \bar{G} + X(Y^*, \varepsilon) - \varepsilon M(Y, \varepsilon)$$

Ecuación 10

Donde,

Y = Renta nacional

T = Impuestos

TR = Transferencias del Gobierno.

\bar{G} = Gasto del Gobierno, variable exógena

r = Tasa de interés

Y* = Renta Extranjera

ε = Tipo de cambio real

εM = Valor de las importaciones expresado en moneda nacional.

La Ecuación 10 muestra el consumo en función del consumo autónomo, de una proporción de las Transferencias del Gobierno y de una proporción del ingreso, descontando la tasa impositiva. Así mismo, los montos planeados de inversión determinados con respecto a cada tipo de interés, así que, a un mayor nivel en los tipos de interés menor será la inversión y, por lo tanto, menor será la demanda agregada. En cuanto, al sector externo determinado por la relación entre importaciones y exportaciones, se tiene que la demanda de importaciones es una función creciente del nivel de producción interna y una relación inversa con el tipo de cambio real. Lo anterior, debido a que como se ha mencionado, los incrementos en el tipo de cambio real, encarece los bienes extranjeros.

Con respecto a las exportaciones, tenemos que se encuentran en función directa de la renta extranjera y del tipo de cambio real, una depreciación del tipo de cambio real, favorece las exportaciones.

El equilibrio en el mercado de bienes se obtiene cuando la producción iguala la demanda interior.

$$Y \equiv \left[\bar{C} + (cTR) + c(Y - T) \right] + I(Y, r) + \bar{G} + X(Y^*, \varepsilon) - \varepsilon M(Y, \varepsilon) \quad Y = DA$$

Ecuación 11

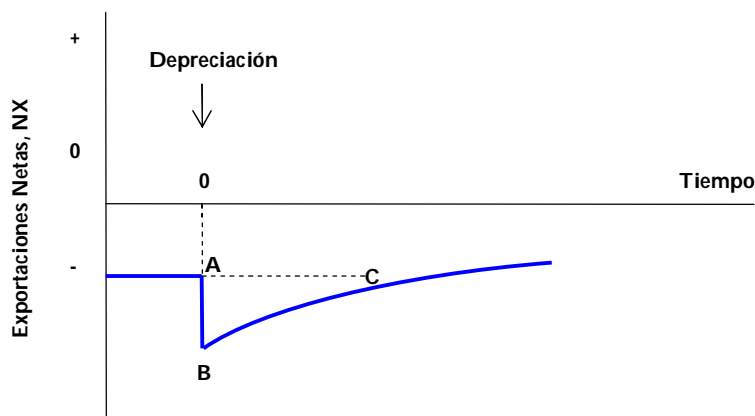
Por consiguiente, la condición de equilibrio está determinada por las variables que consideramos como dadas.

b) Depreciación y Balanza Comercial

Los efectos del tipo de cambio sobre la Balanza Comercial, se pueden analizar a través de la Condición Marshall – Lerner, la cual enuncia que una depreciación del tipo de cambio conduce a una reducción de las importaciones y consecuentemente un incremento en el nivel de exportaciones.

No obstante, dichos efectos no se presentan inmediatamente, por lo que, una depreciación del tipo de cambio puede generar inicialmente un deterioro de la balanza comercial. Conforme pasa el tiempo, aumentan los efectos de las variaciones de los precios relativos en las exportaciones e importaciones, por lo cual finalmente se cumple la condición de Marshall – Lerner, tal como se aprecia en la siguiente figura.

Figura 1. Depreciación y Balanza Comercial



La figura anterior parte de un punto A al punto B, donde se observa como inicialmente el efecto de la depreciación del tipo de cambio es perjudicial, es decir, la Balanza Comercial se ve deteriorada en el corto plazo, sin embargo, tal como se mencionó anteriormente, en el largo plazo, se cumple la condición Marshall-Lerner, o sea, se aprecia un mejoramiento en la Balanza Comercial, con el desplazamiento hacia la derecha del punto C.

c) Mercado Financiero - LM

El análisis del mercado financiero se enfoca en el supuesto de que los individuos eligen únicamente entre dos activos financieros, el dinero y los bonos. Además dado el supuesto de apertura económica, los individuos cuentan con la posibilidad de elegir entre bonos nacionales y extranjeros.⁸

Empero, con respecto a la posibilidad de elección entre bonos nacionales y extranjeros, considerando la paridad de la tasa de interés, tal como se expresó en la Ecuación 7 , se obtiene que, las tasas esperadas de rendimiento sean iguales.

Tomando en cuenta lo anterior obtenemos que no existe una modificación significativa al considerar una economía abierta, por lo que, igualmente se puede utilizar la Ecuación 12, en la que el primer término se refiere a la oferta monetaria real. El segundo término se refiere a la demanda real del dinero, la cual depende del nivel de transacciones de la economía, el cual es aproximado mediante la producción real Y , y el costo de oportunidad de mantener el efectivo.

$$\frac{\bar{M}}{P} = YL(r)$$

Ecuación 12

d) Equilibrio en una Economía Abierta: Mercados de Bienes y Mercados Financieros

La interrelación entre los mercados de bienes y financieros puede determinarse mediante el análisis IS – LM, tal como se realiza a continuación.

El equilibrio en el mercado de bienes, se puede expresar como:

$$IS : Y = [\bar{C} + (cTR) + c(Y - T)] + I(Y, r) + \bar{G} + XN(Y, Y^*, \varepsilon)$$

Ecuación 13

A su vez, el tipo de interés depende de la igualdad entre la oferta y demanda de dinero, el equilibrio en el mercado financiero puede expresarse entonces como:

$$LM : \frac{\bar{M}}{P} = YL(r)$$

Ecuación 14

En la Ecuación 13 y en la Ecuación 14 se aprecia como en el equilibrio se interrelacionan tres variables macroeconómicas claves: la producción, el tipo de interés y el tipo de cambio. No obstante, considerando la paridad de la tasa de interés, presentada en la Ecuación 15, es posible reescribir la Ecuación 13,

⁸ Para efectos del modelo, se considera únicamente la demanda de efectivo de moneda nacional, se prescinde del análisis de procesos como la dolarización informal de las economías emergentes.

únicamente en términos de la tasa de interés y producción, tal como se muestra a continuación.

$$\varepsilon = e_t = \frac{e_{t+1}^e}{(i_t - i_t^* + 1)}$$

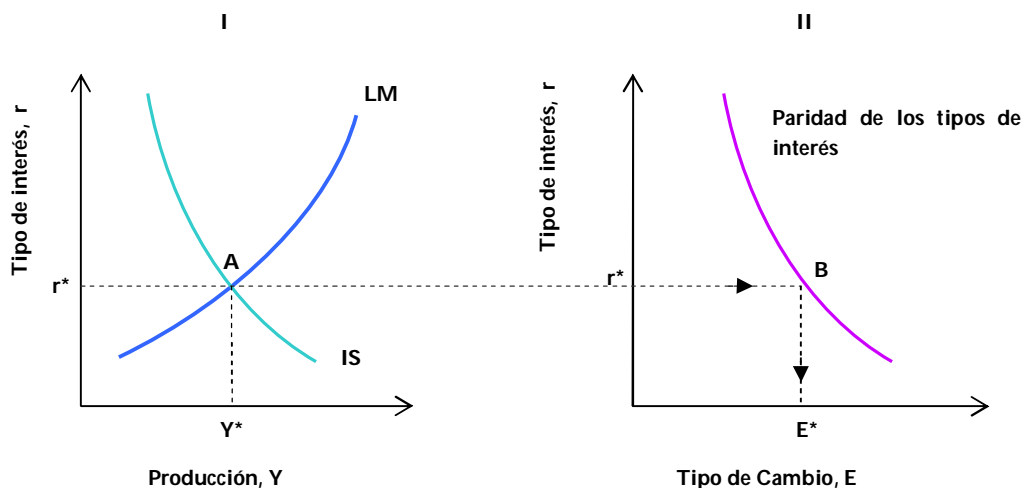
Ecuación 15

$$IS : Y = \left[\bar{C} + (cTR) + c(Y - T) \right] + I(Y, r) + \bar{G} + XN \left[Y, Y^*, \frac{e_{t+1}^e}{(i_t - i_t^* + 1)} \right]$$

Ecuación 16

Por otra parte, el Modelo IS – LM expresado mediante la Ecuación 14 y la Ecuación 16 puede representarse gráficamente mediante la siguiente figura.

Figura 2. Economía Abierta: Modelo IS – LM



En la Figura 2 (I), el punto A representa el equilibrio en el mercado de bienes y financieros, con un tipo de interés r^* y nivel de producción Y^* , el valor correspondiente al tipo de cambio no se observa directamente en dicho gráfico, no obstante, se encuentra implícito en la relación de paridad de interés por lo que puede obtenerse tal como se muestra en la Figura 2 (II).

4. Sistemas de Tipo de Cambio Fijo.

En un sistema de tipo de cambio fijo el Banco Central está dispuesto a comprar o vender divisas a un precio fijado previamente. Así se establece o se fija en el tiempo el precio de la moneda nacional con respecto a una moneda extranjera (Dornbusch, Fischer, y Startz, 2002).

Para mantener un tipo de cambio fijo el Banco Central debe de realizar intervenciones comprando o vendiendo divisas. Así, dada una oferta y demanda de divisas, el Banco Central debe satisfacer el exceso de demanda o absorber el

exceso de demanda con tal de mantener un precio sobre la moneda nacional fijo. La intervención del Banco Central estará supuesta entonces a sus reservas de divisas o de oro (Dornbusch. Fischer. y Startz, 2002).

No obstante, el establecimiento de un sistema de tipo de cambio fijo, por sí solo, no puede asegurar el valor par de la moneda, pues en algunas economías puede existir un tipo de cambio oficial pero puede ocurrir que el Banco Central no este en las posibilidades de ofrecer divisas a ese tipo de cambio, ya sea porque no tenga divisas o por que no le parezca conveniente. En este caso, se dice que la moneda es inconvertible. Un claro indicador de la inconvertibilidad de la moneda es la diferencia entre el tipo de cambio oficial y el que se cotiza en un sistema informal o mercado negro de divisas, lo que se conoce como brecha cambiaria (Larraín y Sachs, 2002).

a) Fijación Reptante del Tipo de Cambio.

Si un país tiene un régimen de tipo de cambio fijo, y además su nivel de inflación es mayor a la del resto del mundo, los bienes y servicios producidos por esta economía y transables con sus socios comerciales perderían competitividad, pues el precio de sus exportaciones aumentaría (Blanchard, 2004).

Por lo tanto, cuando un país adopta una política cambiaria de fijación reptante, el tipo de cambio se devalúa a una tasa aproximadamente igual a la diferencia entre la inflación interna y externa, es decir, a la de sus socios comerciales, con el objeto de mantener la paridad en el poder de compra de las monedas (Dornbusch. Fischer. y Startz, 2002).

5. Sistema Tipo de Cambio Flexible.

En un sistema de tipo de cambio flexible el Banco Central permite que la tasa de equilibrio de cambio de la moneda nacional con respecto a la extranjera se determine en un mercado libre, en el cual el tipo de cambio es quien se ajusta para igualar la oferta a la demanda de divisas. De esta manera el Banco Central determina la oferta monetaria solamente en virtud del comportamiento de la economía y no con la idea de mantener invariable el tipo de cambio.

a) Flotación Limpia.

En un sistema con fluctuación limpia del tipo de cambio, el Banco Central *“se mantiene totalmente al margen y permite que los tipos de cambio se determinen libremente en los mercados de divisas”*⁹. Es decir, el Banco Central no compra ni vende moneda

⁹ Dornbusch. Fischer. y Startz. (2002)

extranjera para influir en el tipo de cambio, sino que le permite al propio mercado determinar el tipo de cambio de equilibrio.

b) Flotación Sucia.

En la historia de los tipos de cambio flexible, no ha existido estrictamente o disciplinariamente una fluctuación libre de la moneda, sino que por el contrario ha prevalecido la fluctuación dirigida o sucia. En este sistema *“los Bancos Centrales intervienen para comprar y vender divisas en un intento de influir en los tipos de Cambio”*¹⁰

c) Bandas de Fluctuación.

El Banco Central de Costa Rica define el sistema de bandas como *“un régimen de control cambiario en el que el banco central se compromete a mantener el tipo de cambio entre ciertos límites, dentro de los cuales la cotización puede fluctuar libremente.”*¹¹. En este tipo de régimen se establece un límite superior y un límite inferior, si el tipo de cambio se llegara a cotizar fuera de la banda se prevería la intervención del Banco Central, comprando divisas si el tipo de cambio sobrepasa el límite inferior y vendiendo divisas si el tipo de cambio traspasa el límite superior. Posteriormente abordaremos aspectos más teóricos y esquemas más complicados dirigidos al mejor entendimiento de las bandas de fluctuación.

d) Dolarización y Cajas de Conversión

La dolarización es la sustitución de la moneda nacional por el dólar (o alguna otra moneda fuerte) con el objetivo de alcanzar los niveles inflacionarios de Estados Unidos. Este sistema puede ser visto por el gobierno de algunos países como una pérdida de soberanía.

Por otro lado, en un sistema de Cajas de Conversión, el total de la emisión monetaria puesta en circulación se encuentra respaldada por reservas de divisas, dentro de este esquema, la autoridad monetaria no puede imprimir dinero para financiar un déficit fiscal, ni realizar operaciones de mercado abierto. (Dornbusch. Fischer. y Startz, 2002). Resulta evidente, a partir de lo anterior, que para el correcto funcionamiento de una caja de conversión el Banco Central debe gozar de una independencia política y una credibilidad ante el público.

¹⁰ Idem

¹¹ Banco Central de Costa Rica. **Informe de Inflación**. Enero 2006

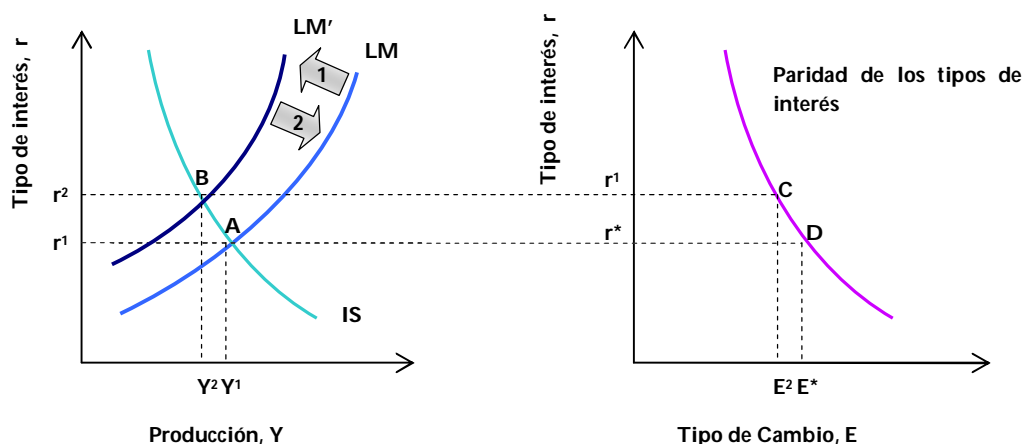
6. Implicaciones del Régimen Cambiario en la Política Monetaria, dada una Coyuntura de Movilidad Internacional del Capital.

Los análisis y planteamientos sobre la relevancia del sistema cambiario en la Política Monetaria se encuentran en su mayoría basados en el *modelo de Mundell y Fleming*¹² el cual supone una movilidad perfecta o cuasiperfecta del capital¹³. El modelo propone una enorme movilidad de capitales e inversiones a partir de una pequeña variación en los tipos de interés. Por lo tanto, en una economía abierta-es decir, con una cuenta de capitales sin restricciones, ya sea para la entrada o salida de capitales- cuando se producen variaciones de la tasa de interés, también se generan flujos de capitales que provocan presiones en la Balanza de Pagos y en el tipo de cambio. Estos flujos de capital tienen diferentes efectos sobre la economía y la política monetaria, dependiendo principalmente del régimen de tipo de cambio adoptado.

a) Régimen de Tipo de Cambio Fijo

Los efectos de la política monetaria en un régimen cambiario fijo, pueden examinarse a partir de la siguiente figura:

Figura 3. Efectos de la Política Monetaria, en una economía abierta con tipo de cambio fijo.



Si una economía mantiene un régimen cambiario fijo y reduce su oferta monetaria de LM a LM' mediante Operaciones de Mercado Abierto, esto aumenta la tasa de

¹² Los autores de este modelo son: Robert Mundell, profesor de la Universidad de Columbia, y Marcus Fleming, investigador del Fondo Monetario Internacional

¹³ Se considera una movilidad perfecta del capital cuando los inversionistas pueden adquirir activos en cualquier país con bajos costos de transacción y sin limitaciones de ningún tipo, ya sea en el monto o en la duración de la inversión.

interés, por lo que los gestores de cartera en todo el mundo arman su portafolio de inversión con activos financieros de esta economía, para obtener ganancias sobre las nuevas tasas de interés. Esta gran entrada de capitales provoca un resultado positivo en la Balanza de Pagos, (un superávit), lo que a su vez produce presiones para que la moneda se aprecie, E². Como existe el compromiso del Banco Central de mantener el tipo de cambio fijo este interviene en el mercado de divisas, comprando dinero extranjero a cambio de moneda nacional, por lo que inmediatamente aumenta la oferta de dinero y el efecto inicial de contracción monetaria se revierte. Al final de todo el proceso, las tasas de interés vuelven a su estado original. El proceso anterior describe una economía donde la cantidad de dinero es endógena, es decir, incontrolable por el Banco Central, mientras que el tipo de cambio es exógeno. Como lo destacan Dornbusch, Fischer y Startz, *“en un sistema de tipos de cambio fijos y movilidad perfecta del capital, un país no puede seguir una política monetaria independiente. Los tipos de interés no pueden alejarse de los vigentes en los mercados mundiales. Cualquier intento de seguir una política monetaria independiente provoca movimientos de capitales y obliga a intervenir hasta que los tipos de interés vuelven a ser iguales a los vigentes en el mercado mundial”*¹⁴

b) Régimen de Tipo de Cambio Flexible

Muy diferente es una economía con un sistema de tipo de cambio flexible (digamos flotación limpia), en el que Banco Central no adquiere ningún compromiso sobre el nivel del tipo de cambio. Por lo tanto, el tipo de cambio debe ajustarse para igualar la oferta y la demanda de divisas. Además, la no intervención en este mercado supone que la Balanza de Pagos debe de encontrarse en equilibrio, los déficit en cuenta corriente deben financiarse por medio de entradas de capital, mientras que el superávit es contrarrestado por salidas de capital. Aquí la cantidad de dinero es la variable exógena, mientras el tipo de cambio es la variable endógena. Una importante observación a realizar es que en los procesos de ajuste, el tipo de cambio varía a una tasa mucho mayor que el nivel de precios, cuando se produce una contracción monetaria y se elevan los tipos de interés, los tipos de cambio se ajustan inmediatamente, mientras que el nivel de precios se ajusta gradualmente.

7. Debate sobre la Conveniencia de los Distintos Regímenes para el Funcionamiento de la Economía.

Una interrogante básica que surge en el desarrollo de una economía que no viva en la autarquía, es en sí, que tipo de Régimen Cambiario utilizar para alcanzar un desempeño ideal entre el sistema seleccionado y las principales variables macroeconómicas en el horizonte de largo plazo. Habitualmente, los países en

¹⁴ Dornbusch. Fischer. Startz. (2002)

desarrollo se enfrentan a decidir sobre la utilización de un régimen de corte fijo o flexible, el cual deberá de ser el mejor aliado para la determinación del crecimiento del PIB per cápita, factor que se considera como un buen indicador para cuantificar el desarrollo de una economía.

A nivel general, los regímenes cambiarios se pueden clasificar en tres categorías, en las que cada uno de ellos implica cierto comportamiento de las autoridades monetarias en su accionar en la economía. Más específicamente, los *Regímenes Flexibles* producen una intervención relativamente mínima de dichas autoridades en el mercado cambiario, su aplicación según la evidencia, produce una alta volatilidad tanto el tipo de cambio como en sus variaciones a través del tiempo, y con una escasa volatilidad en las Reservas Internacionales de Dinero (RMI), mientras que, por otro lado la aplicación de *Regímenes fijos* en una determinada economía tales como *la Dolarización, Currency boards y Uniones monetarias (Mercosur)*, generan, en la mayoría de las veces, efectos contrarios al sistema anteriormente citado, ya que por lo general las autoridades monetarias deben tener una intervención muy activa en el mercado cambiario, esto con el objetivo de defender el tipo de cambio fijado y así evitar volatilidades o variaciones bruscas que puedan truncar el objetivo final perseguido por la autoridad de mantenerlo en cierto nivel. Un aspecto importante del sistema de tipo de cambio fijo que debe mencionarse es la generación de altas volatilidad en la cantidad de RMI que ingresan y egresan a la economía, dejando claro entonces la responsabilidad de la intervención de las autoridades en este tipo de sistema. Por otro lado, los *"Regímenes de tipo de cambio Intermedios"*, dentro de los que se mencionan: los sistemas de fijación ajustable, bandas cambiarias o bien las fijaciones a canastas de monedas, producen una moderada volatilidad de las variables reflejando la existencia de movimientos del tipo de cambio a pesar de la existencia de cierto grado de intervención de las autoridades monetarias.

De acuerdo con extensos estudios realizados por destacados economistas¹⁵ en el ámbito internacional sobre el comportamiento de un determinado Régimen Cambiario en el desarrollo de economías emergentes, se ha llegado a la formulación de una ley conocida como la *"Ley del Medio Excluido"*, que según la evidencia empírica *"no parece haber un régimen cambiario intermedio apropiado para los mercados emergentes. La fijación dura o el cambio libre serían las únicas opciones"*¹⁶... En

¹⁵ Para este análisis utiliza como referencia los trabajos por los economistas: Felipe Larraín B, Gerardo Esquivel, Andrés Velasco, Francisco Parro y Federico Sturzenegger.

¹⁶ Larraín, Felipe. Parro, Francisco. **¿Importa la opción de régimen cambiario? Evidencia para países en desarrollo.** Cuadernos de Economía, Año 40, N° 121, pp. 635-645 (diciembre 2003)

nuestro caso, Costa Rica es considerada como un mercado emergente y en este sentido es de suma importancia centrar la atención en economías con características similares a la nuestra para determinar si los regímenes cambiarios aplicados en estas a través del tiempo han funcionado de la manera que las autoridades lo han esperado.

Para identificar las implicaciones del uso de un determinado sistema cambiario en una economía emergente, a groso modo, se utilizarán referencias varias, así como un análisis de regresión realizado por los economistas Larraín y Velasco (2003) para el período de 1975 al 2000 con una muestra de 147 países en desarrollo, con 1559 observaciones, y en donde el PIB per cápita funge como variable dependiente. En este se analiza la relación entre los diferentes regímenes cambiarios y el crecimiento del producto per cápita, utilizando una serie de variables *dummies* para lograr la clasificación de los distintos regímenes (flexible, fijo e intermedio) y con esto tratar de determinar el impacto de dichos sistemas en la volatilidad del aumento del PIB per cápita en la economía. Según los resultados, los regímenes flexibles son los que presentan un mejor desempeño macroeconómico medido por el crecimiento en el PIB per cápita, ya que los países en desarrollo que han adoptado este sistema crecen en promedio en un 0.4% más que los países que adoptan un régimen fijo. El peor desempeño lo muestran los regímenes intermedios, como es el caso de las *fijaciones de bandas*, que en promedio el PIB per cápita crece un 0.57% menos por año en relación con los regímenes fijos. De acuerdo con este análisis, se puede deducir que los esquemas de cambio flexible tienden a producir un desempeño superior en comparación con las fijaciones duras y fijaciones intermedias.

En cuanto a las *fijaciones ajustables* o *bandas estrechas* parecen ser insostenibles en el largo plazo, ya que como es sabido, para defender esos sistemas cuando se produce un shock extremo en los flujos de capitales, se incurre en altas tasas de interés reales, evidenciando costos en términos de empleo y producto, aunado al hecho del deterioro adicional en la cartera del sistema financiero. La evidencia consultada indica, que en la mayoría de los casos *“los arreglos intermedios resultan insostenibles en presencia de reversiones masivas de flujos de capitales. En estos episodios el colapso generalmente no es instantáneo, y las autoridades se empeñan en defender el régimen cambiario a través de altas tasas de interés y pérdida de RMI”*¹⁷ generando un desempeño económico inferior a los arreglos cambiarios extremos, es decir, fijos y flexibles.

¹⁷Ídem, pag 640.

Por otro lado, los regímenes flexibles también conocidos como de flotación (en sus modalidades: limpia o sucia) pueden ser evaluados por los agentes económicos, si se analizan las variaciones en las RMI verificando de este modo la intervención de las autoridades monetarias en el mercado cambiario para la determinación del equilibrio de la oferta y demanda de divisas de la economía al establecer el nivel en donde descansa el tipo de cambio, según sean las características y necesidades propias de la economía en ese momento. Sobre esta misma línea, los sistemas de tipo de cambio fijo se pueden evaluar a través del mercado, al verificar si el tipo de cambio de referencia del día de hoy es coincidente con el de días anteriores, y de esta manera examinar si la autoridad monetaria está siguiendo la política anunciada. En el caso de los regímenes intermedios ya sean las bandas cambiarias o las fijaciones ajustables, no son tan fáciles de verificar, debido a que los mecanismos de evaluación que permiten determinar la viabilidad del sistema en el desarrollo económico son difíciles de detectar, convirtiéndose, por lo tanto, en un régimen poco transparente y creíble para la consecución de los objetivos monetarios y cambiarios de acuerdo a la percepción de los agentes económicos. Por lo general, la aplicación de este tipo de sistema cambiario ha derivado resultados mucho más pobres para las economías emergentes.

Los regímenes considerados como extremos, tal es el caso de Régimen Fijo (*Currency Board*), necesitan para su buen funcionamiento una Política Monetaria creíble, en caso contrario, se podría importar esta última a través de una fijación del valor de la moneda local hacia una *moneda dura*¹⁸. Sin embargo, *"en un mundo de tipos de cambio flotantes, atarse a una moneda significa flotar frente a la mayoría de las demás"*.¹⁹ En este sentido la implementación y desarrollo de sistema de *Currency Board* en determinada economía produce habitualmente una limitación en el crédito que la banca nacional pueda emitir, por lo tanto, este efecto puede ser una buena forma de controlar el aumento de la inflación, sin embargo, desde otra arista puede ser un golpe bajo para la estabilidad financiera a nivel bancario, ya que como bien lo señalan Larraín y Velasco *"los sistemas que atan de manos al banco central y le impiden imprimir dinero, también le impiden salir al rescate de la banca en tiempos de apuros"*²⁰... La evidencia muestra que los países que han optado por un sistema de *Currency Board* confrontados con sus bruscas disminuciones en los términos de intercambio han tendido a sufrir contracciones peores del producto doméstico en relación con economías con un régimen cambiario flexible.

¹⁸ Cuando de moneda dura se trata se refiere a: Dólar, el Euro y Yen principalmente.

¹⁹ Larraín Felipe. Velasco Andrés. **Regímenes Cambiarios Para Economías Emergentes**. Cuadernos de Economía. Abril 2000, pág. 112.

²⁰ Ídem. pág. 113

Cabe resaltar que con un tipo de cambio fijo las políticas malsanas se manifiestan en una caída de las RMI o en un crecimiento explosivo de la deuda. *“Solo cuando la situación se hace insostenible empiezan a sentirse los costos. En contraste, un tipo de cambio flexible permite que los efectos de las malas políticas fiscales se manifiesten inmediatamente a través de movimientos en el tipo de cambio y en el nivel de precios. Todo esto significa que si la inflación resulta costosa para las autoridades fiscales y estas descuentan el futuro fuertemente, entonces un tipo de cambio flexible puede traer más disciplina fiscal al forzar a pagar los costos al comienzo”*²¹

La evidencia muestra que los tipos de cambio fijos inducen a una mayor disciplina fiscal, debido a que sí adoptasen políticas laxas en la economía, se podrían agotar las RMI produciéndole la muerte lenta al régimen. Es evidente que con la caída de un régimen cambiario, por cualquiera que sea su origen, le produciría elevados costos políticos para las autoridades monetarias.

Una interrogante importante de analizar; es: ¿Por qué la aplicación de los regímenes de tipo de cambio fijo crece menos? Para contestar esta interrogante se debe partir del hecho de que al aplicar un Régimen Fijo en la economía y suponiendo rigidez nominal de precios, ceteris paribus, ante un shock negativo se produciría un largo período de ajuste, mientras que, con un shock positivo el ajuste vendría rápidamente por precio, en este sentido, ante un régimen de tipo de cambio fijo, la respuesta negativa se transferiría básicamente a cantidades y la positiva a precios, generando entonces un sesgo hacia una menor tasa de crecimiento. Por tanto, la evidencia sugiere que los países que adoptan un régimen fijo se exponen a sufrir un shock exógeno, tal es el caso de un *Sudden Stop*, *situación en la cual hay “una caída violenta en la entrada de capitales a un país que lo fuerza a realizar un ajuste rápido y de magnitud significativa”*²²

El fenómeno de los *Sudden Stop* se produce por lo general en economías emergentes, es extraño ver este efecto en una economía sólida y desarrollada, ya que esta es capaz indudablemente de mitigar sus impactos negativos y en muchos de los casos hasta de generar una expansión del crédito, efecto contrario al que se generaría en una economía en desarrollo. En este sentido la tasa de crecimiento y las cuentas externas son un buen indicador para determinar y explicar la presencia

²¹ Idem, pag 110. En este caso los autores hacen la salvedad de que Tornell y Velasco (1998-1999) demuestran esto formalmente.

²² Sturzenegger, Federico. **¿Por qué crecen menos los regímenes de tipo de cambio fijo? El efecto de los Sudden Stops.** Agosto 2003, pág. 5.

de un *Sudden Stop*. Sin embargo un argumento a favor de las fijaciones duras es que permiten tener tasas de interés más bajas que en los regímenes de corte flexible.

Una forma sencilla de analizar la influencia de los tipos de cambio y los problemas macroeconómicos de las economías abiertas, es a través del estudio del tradicional modelo de *Mundell-Fleming*, con el cual se concede a los tipos de cambio un protagonismo decisivo en la política económica. Consecuentemente, los economistas “Mundellianos”²³ que estaban familiarizados con los criterios de las Áreas Monetarias Óptimas (AMOs) recomendaron tipos de cambio fijos para las economías consideradas como pequeñas y muy abiertas al comercio internacional. Sin embargo, para el caso de economías grandes se aconsejaron los sistemas flexibles, también en el caso de aquellas pequeñas economías sujetas a shocks no correlacionados con el tipo de cambio flexible que impactaban al país cuya moneda se podrían haber fijado.

La situación coyuntural actual muestra una fuerte interrelación e integración económica en el ámbito internacional, es un panorama que busca la reproducción ampliada del capital, así como una disminución en los costos de producción y de transporte de las principales materias y medios para la generación de los productos. Todo esto englobado en herramientas comerciales, tales como los tratados de libre comercio entre las diferentes zonas, regiones, países o bloques económicos con su consecuente reducción de barreras arancelarias que interfirieren en el comercio en sus diversas vías. En este sentido, es de suma importancia la determinación de un sistema cambiario que permita sacar el mejor provecho de este proceso integrador a la economía mundial.

La evidencia en un gran número de países muestra que con mayor grado de apertura comercial se produce una menor volatilidad del crecimiento del PIB per cápita, y al insertarse comercialmente en la economía mundial se permite un crecimiento mayor, sujeto a una menor volatilidad del crecimiento. Todo este proceso de globalización económica, hace que la economía mundial se asocie con una menor sostenibilidad de regímenes de tipo de cambio fijo convencionales. A manera de antecedente, y como es sabido los regímenes fijos son mucho más

²³ Robert Mundell (1932-), economista canadiense, premio Nobel de Ciencias Económicas en 1999 por su análisis de la política monetaria y fiscal en diferentes sistemas de tipo de cambio, así como por su análisis de las zonas monetarias óptimas.

efectivos para el control de la inflación, lo que explica las razones de su expansión a principio de 1990.

Sin embargo, hoy en día la economía mundial ha producido cambios en su forma de operar y por tanto, la alternativa de un régimen fijo parece estar perdiendo vigencia, ya que en muchos de los casos las economías emergentes se ven envueltas en dificultades propias de este sistema y, por tanto, se opta por una mayor flexibilización en su sistema cambiario, tal es el caso actual de nuestro país. En este sentido es importante conocer de las experiencias en países que han inclinado por este proceso y tomar de ellas los pros y contras en su funcionar e implementación. Uno de los argumentos clásicos de recordar es el del conocido economista *Milton Friedman*²⁴, quien siempre favoreció la flexibilización, en donde expresaba que: "*si los precios se mueven lentamente, es más rápido y más barato mover el tipo de cambio nominal en respuesta a un shock que requiere un ajuste del tipo de cambio real*". Esta claro que si el sistema flexible se maneja con la precaución del caso, es decir, adecuadamente dentro de las limitaciones y potencialidades de cada economía en particular, podría ser un régimen que contribuiría con la función estabilizadora de la economía, ya que la clave de este tipo de sistema parece estar en la credibilidad que pueda generarle al sistema financiero y al conglomerado de agentes económicos en particular.

Sobre la misma línea de análisis parece ser que los regímenes flexibles permiten que los efectos de las malas políticas fiscales se manifiesten inmediatamente a través de movimientos del tipo de cambio y en el nivel de precios. Además, los países que han adoptado el esquema de libre flotación parecen absorber de mejor manera las presiones sobre el tipo de cambio.

En el caso de América Latina, este tipo de régimen cambiario es relativamente nuevo y han tenido su razón de existir y ser aplicados como respuesta ante las crisis cambiarias alrededor del mundo, tal es el caso del *Efecto Tequila* en México en 1994-95, las de los países asiáticos en 1997 y la crisis de Brasil en 1999. Hay alguna evidencia empírica que indica que la falta de credibilidad es el desconcierto de cualquier sistema que se pretenda implementar, como por ejemplo en México

²⁴ Milton Friedman, economista estadounidense, principal figura de la denominada Escuela de Chicago y del movimiento del monetarismo que ésta misma propugnaba. Premio Nobel de Economía en 1976.

donde Aguilar y Juan Ramón (1997)²⁵ demuestran que los aumentos del tipo de cambio nominal son seguidos por las tasas de interés nominales más altas, es decir, que las expectativas inflacionarias tienden a subir también, y en este caso, una explicación podría ser que las depreciaciones temporales llevan a los agentes en la economía a inferir que la política monetaria sufre un debilitamiento permanente.

Algunas economías relativamente “pequeñas” y abiertas han tenido experiencias exitosas con flexibilidad cambiaria generalmente cuando se aplican las metas de inflación, tal es el caso de economías tales como la Sueca, Mexicana, Australiana, Chilena, y de Nueva Zelandia, presionando así a las tasas de inflación para su disminución y produciendo cada vez grados crecientes de flexibilidad cambiaria en su desarrollo.

8. El Funcionamiento del Sistema de Bandas Cambiarias o Zonas Objetivo.²⁶

El desarrollo teórico de modelos de Bandas Cambiarias o Zonas Meta (Target Zone) son principalmente atribuibles a Paul Krugman, donde los aspectos más importantes de este modelo se expone a continuación.

En la modelación del comportamiento del tipo de cambio dentro de la zona objetivo toma particular importancia la formación de expectativas por parte de los agentes económicos. Obviar esto puede conducir a conclusiones erróneas. Kugman (1991), considera ingenuo, y erróneo además, suponer que el tipo de cambio se comporta como en un régimen de flotación limpia dentro de las bandas y como un régimen fijo cuando toca alguna de las bandas. La existencia de una zona objetivo limita la trayectoria del tipo de cambio, los mercados de divisas, y los agentes económicos en general, toman consideración de esto y lo incorporan en sus expectativas de variación del tipo de cambio. Como lo aclara Krugman, la existencia de la banda afecta el comportamiento del tipo de cambio, incluso cuando el tipo de cambio se ubica dentro de la banda y la zona no está siendo activamente defendida.

Tomando lo anterior en consideración podemos avanzar en el desarrollo del modelo. En primer lugar, es un modelo de extrema simpleza y de enfoque monetario, que supone que el tipo de cambio es determinado por variables como la

²⁵ Aguilar, Alejandro y V. Hugo Juan-Ramón. **Determinantes de las tasas de interés a corto plazo en México: efecto de las señales del banco central.** Gaceta de Economía. La Política Monetaria en México, ITAM, año 3, núm. 5

²⁶ El siguiente apartado se encuentra basado enteramente en Krugman (1988) y no pretende ser un aporte teórico, sino solamente un explicación detallada sobre el tema de bandas cambiarias

oferta monetaria, la velocidad del dinero, y de sus propias expectativas de variación, es decir, de las expectativas con respecto al tipo de cambio futuro. Primero se expresan todas las variables por medio de su logaritmo natural y se supone que el tipo de cambio es en todo momento igual a la siguiente ecuación:

$$e = m + v + \gamma \cdot E \left[\frac{de}{dt} \right]$$

Ecuación 17

Donde, e es el tipo de cambio de contado, m es la oferta monetaria, v es un término de cambio que representa los "shocks" en la velocidad del dinero, y el último término es la tasa esperada de depreciación (o apreciación).

Se supone que la oferta monetaria es "pasiva", es decir, las alteraciones en m suceden solamente con el fin de defender la zona objetivo, mientras que el tipo de cambio se mantenga dentro de los límites de la banda la oferta monetaria permanece sin cambios. Más específicamente, la autoridad monetaria solamente reducirá m para prevenir que e sobrepase el límite superior \bar{e} y únicamente aumentará m para impedir que e exceda el límite inferior \underline{e} . Se debe tomar en consideración que el modelo de Krugman solamente supone la intervención de las autoridades, pero no especifica la manera en que esta intervención será llevada a cabo. También supone que la intervención es eficaz, en el sentido de que las autoridades tienen capacidad de lograr el efecto que se desea, es decir, mantener el tipo de cambio dentro de la zona objetivo.

Además, Krugman considera adecuado situar el centro de la banda en cero, es decir que no exista variaciones en el logaritmo del tipo de cambio, matemáticamente esto se podría entender como $\underline{e} = \bar{e}$.

La velocidad del dinero, v , es la única fuente exógena de variación del tipo de cambio y se supone que sigue una trayectoria aleatoria en tiempo continuo, es decir,

$$dv = \sigma \cdot dz$$

Ecuación 18

Lo anterior implica que $E \left(\frac{dv}{dt} \right) = 0$ Krugman acepta que no existe un razón económica para justificar el supuesto sobre la velocidad del dinero, pero la defiende con los dos siguiente argumentos: Primero, permite centrarse en la dinámica causada por la presencia de la zona objetivo y deja de lado los efectos que podría causar cambios futuros predecibles en v . Segundo, permite una solución analítica sencilla.

Aunque Krugman realiza un desarrollo algebraico del modelo, éste se encuentra fuera de los alcances de la presente investigación, por lo que se procederá a realizar un acercamiento intuitivo de los efectos de una zona objetivo en el comportamiento del tipo de cambio.

La Figura 4 ilustra lo que sería una comprensión ingenua del comportamiento del tipo de cambio dentro de la zona objetivo. Consideremos el comportamiento del tipo de cambio con una oferta monetaria inicial, digamos $m=0$. Como m es considerada constante y v sigue una trayectoria aleatoria, no deberían de existir cambios esperados en el tipo de cambio, esto es, $E\left[\frac{de}{dt}\right]=0$. De esta manera, el comportamiento del tipo de cambio dentro de la banda sería igual al que existiría en un régimen de flotación limpia, es decir, adoptaría la siguiente forma,

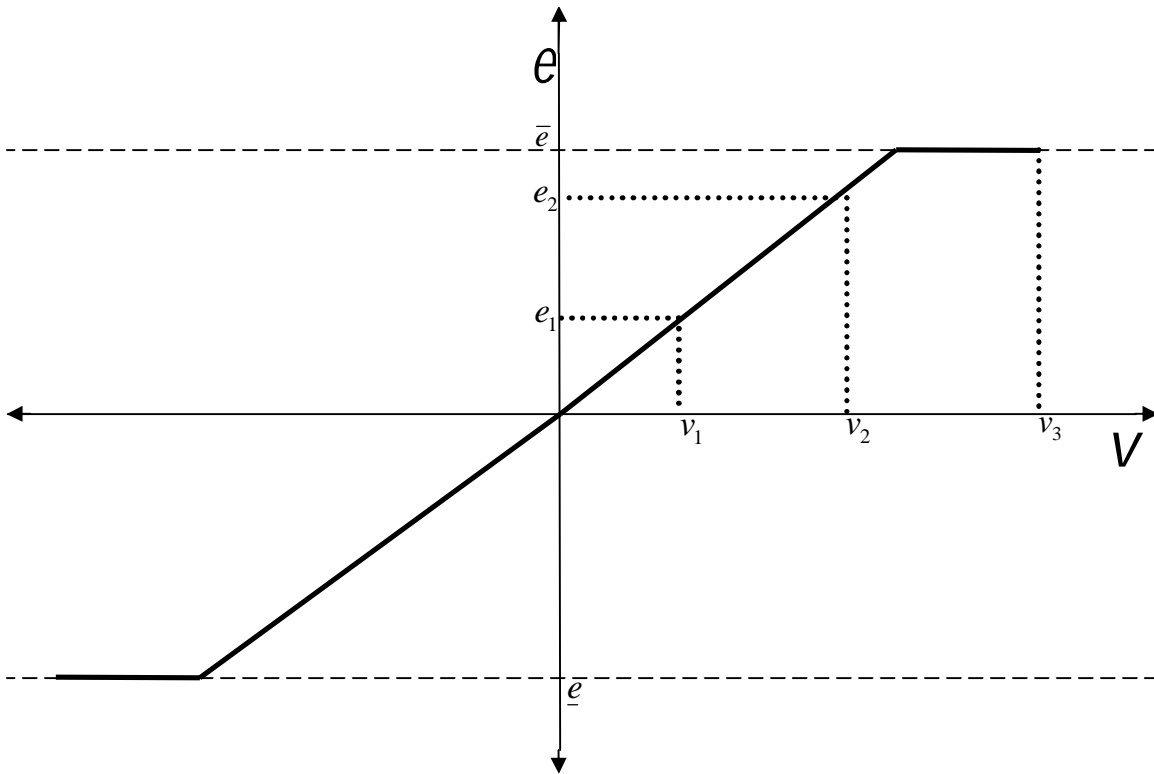
$$e = m + v$$

Ecuación 19

Ahora, si sucesivos *shocks* en la velocidad del dinero impulsan el tipo de cambio hacia alguna de las bandas entonces la oferta monetaria se ajustará para evitar esto, así la relación entre el tipo de cambio y la velocidad del dinero sería como lo describe la figura 4, ésta es una interpretación ingenua, como veremos más adelante.

Consideremos el caso en que el tipo de cambio se ubica dentro de la zona objetivo, en el punto e_2 , si v disminuye un poco y se posiciona en v_1 el tipo de cambio se contraerá siguiendo la línea de 45° hasta e_1 . Sin embargo, si la velocidad del dinero aumenta hasta v_3 , el tipo de cambio no variará en la misma proporción, pues la autoridad intervendrá para defender la banda, por lo tanto, el tipo de cambio tendrá un valor igual al límite superior de la banda, es decir, $e(v_3)=\bar{e}$.

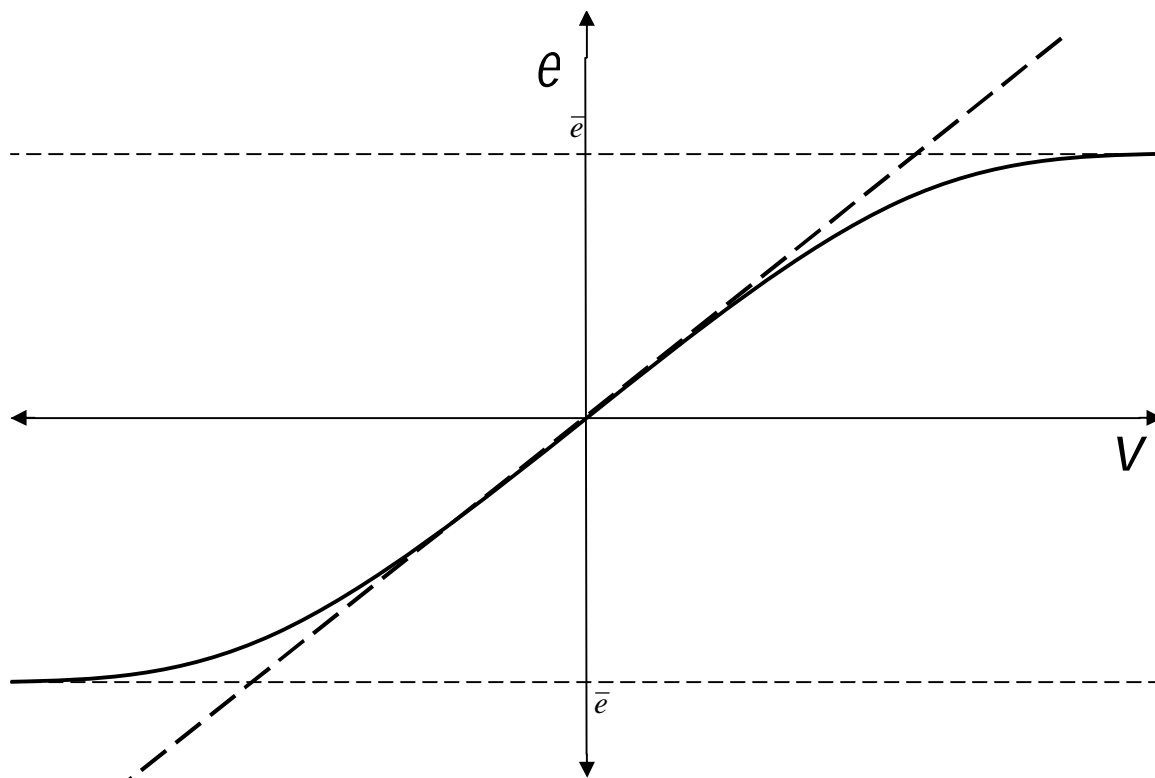
Figura 4. Comportamiento del Tipo de Cambio en Zonas objetivo sin expectativas de intervención



Pero surge una contradicción en este razonamiento, cuando el tipo de cambio se encuentra cerca del límite superior de la banda una reducción en v produce una disminución de igual proporción en e , mientras que un aumento de v produce un aumento menos que proporcional en e y, como se supone que la velocidad del dinero tiene una trayectoria aleatoria, la tasa esperada de cambio de e es negativa. De esta manera, dada la intervención de las expectativas de variación en la determinación del tipo de cambio en la Ecuación 17, cuando el tipo de cambio se aproxime al límite superior de la banda este será atraído desde e_2 hasta algún punto más abajo. Lo mismo sucede al acercarse al límite inferior.

El acercamiento del tipo de cambio a los límites de la banda produce continuas revisiones de los agentes económicos sobre sus expectativas. Esto quiere decir que conforme el tipo de cambio se aproxime al límite de la banda, la relación entre este y la velocidad del dinero es menos directa, lo que implica que la curva que describe esta relación toma un forma más plana, como lo describe la Figura 5. Esta curva en forma de S implica que la tasa esperada de cambio de e es negativa en la parte superior de la banda y positiva en la parte inferior.

Figura 5. Comportamiento del Tipo de Cambio en Zonas objetivo con expectativas de intervención



De esta manera podemos ver como las expectativas sobre el tipo de cambio introducidas en la Ecuación 17 posicionan al tipo de cambio fuera de la línea de 45°, en un lugar más bajo próximo a la banda superior y en un lugar más alto cerca de la banda inferior, esto a pesar de que la oferta monetaria se mantiene constante y la velocidad del dinero sigue una trayectoria aleatoria.

A partir de lo anterior podemos observar como la zona objetivo crea un efecto estabilizador sobre el tipo de cambio. En un sistema de flotación limpia el tipo de cambio simplemente se movería a través de la línea de 45°, sin embargo, como se mencionó anteriormente, la curva con forma de s es más plana lo que significa que las alteraciones o shocks en la velocidad del dinero tienen un menor efecto sobre el tipo de cambio conforme este se aproxime al límite de la banda, así la volatilidad del tipo de cambio es menor que en un sistema de flotación limpia. Una característica importante es que este efecto estabilizador ocurre cuando el tipo de cambio se encuentra dentro de la zona objetivo y no se está defendiendo activamente la banda, sólo existe el compromiso explícito de hacerlo.

III. Evolución reciente del sistema cambiario e introducción del Sistema de Bandas Cambiarias

A. La Política Cambiaria Precedente a las mini-devaluaciones: La Forma Etérea del Tipo de Cambio en Costa Rica.

Buena parte de la historia del régimen cambiario en Costa Rica se encuentra marcada por una rigidez burocrática, pues siempre se mantuvo una injerencia del gobierno en las operaciones cambiarias, al punto en las variaciones del tipo de que las variaciones en el valor de la moneda, valuaciones o devaluaciones, debían de ser autorizadas por la Asamblea Legislativa, en caso contrario se cometían acciones inconstitucionales.

La adopción de cada régimen cambiario era consecuente con la coyuntura económica, y además, el desarrollo de las teorías económicas. De este modo, el establecimiento de regímenes de tipo de cambio fijo, con el cual se ligaba el valor de una moneda con el oro, es decir, la adopción de una paridad monetaria con el oro, se encontraba amparado por los acuerdos de Bretton Woods y el Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional, el cual Costa Rica era parte desde finales de 1945.

Ya desde 1946 se observaban problemas con el tipo de cambio, diferentes crisis en la balanza de pagos hacían posible la existencia de sistemas de tipo de cambio múltiples, en el cual existía un tipo de cambio oficial y un tipo de cambio libre fluctuante. Durante bastantes años se buscaba como salida ante las crisis cambiarias con la aplicación del artículo 97 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica con el cual se otorgaban divisas al tipo de cambio oficial solamente para bienes y servicios esenciales, que se agrupaban en una lista muy restringida, mientras que para las demás transacciones se utilizaba un tipo de cambio libre, que por lo general se encontraba muy por encima del tipo de cambio oficial. También se aplicaban varias clases de recargos con diferentes porcentajes según las categorías fijadas a los artículos de importación.

El 24 de abril de 1974 fue posible modificar la paridad del oro con el colon mediante la Ley N° 5519 unificando el sistema cambiario costarricense. Este régimen de tipo de cambio fijo se logro mantener con completa convertibilidad hasta 1980, aún cuando la balanza de pagos de Costa Rica vislumbraba cuantiosas pérdidas de reservas internacionales, la entrada de capital correspondiente a compensar esta pérdida de reservas fue el endeudamiento externo, el cual creció a

una tasa promedio de 36.5% en el período comprendido entre 1973 y 1978, pero aún más sorprendente fue el crecimiento del crédito externo para el año 1979 que fue mayor al 100%.

En abril de 1980 las reservas monetarias registraron un saldo negativo lo que representó una acumulación en las solicitudes de divisas para importaciones llevando al Banco Central a tomar una serie de medidas “transitorias” dirigidas principalmente a la restricción de divisas y al otorgamiento de sobretasas a las importaciones. Además se realizaron campañas de promoción de exportaciones de productos no tradicionales. No resuelto el problema de pérdidas de divisas, el 26 diciembre de 1980 el Banco Central realizó cambios nunca antes hechos. Con la idea de obtener un gasto en importaciones más austero y una mejor asignación de divisas, se adoptó, básicamente, un régimen de fluctuación del tipo de cambio cuyo nivel sería fijado por las fuerzas del mercado. Así, en concordancia con el nuevo sistema cambiario *“el tipo de cambio oficial fue suspendido y el del mercado libre se determinaría, en principio, con base en las condiciones de oferta y demanda de divisas en el mercado cambiario, pero con la intervención del Banco Central cuando así lo considerase necesario para evitar o atenuar, en lo posible, movimientos desordenado en dicho mercado”*²⁷.

Este sistema cambiario era más ventajoso que la compleja, tediosa y burocrática aplicación del artículo 96 de la Ley Orgánica del Banco Central. El objetivo era eliminar las distorsiones en los precios relativos y en la asignación de los recursos económicos que se producían como consecuencia de la dualidad cambiaria, es decir, del mantenimiento de un tipo de cambio oficial y otro libre con marcadas diferencias entre los dos. Sin embargo, en julio de 1981 la Corte Suprema de Justicia declaró ilegal la flotación del tipo de cambio por considerarlo contrario a la Constitución Política. Esto significó el regreso a la dualidad cambiaria con un tipo de cambio oficial de ₡8,60 por dólar. No obstante, el Banco Central hizo uso del artículo 96 de su Ley Orgánica, otorgándole el tipo de cambio oficial solamente a una pequeña lista de artículos que no se transaban desde varios años atrás.²⁸ Esta lista luego fue revisada y cambiada por otra que contenía solamente medicinas y equipo médico de la Caja Costarricense del Seguro Social.

²⁷ Picado H. Roberto. **Evolución del Régimen Cambiario de Costa Rica: Década de los años Ochenta y Principios de la Década de los Noventa.** Serie “Comentarios Sobre Asuntos Económicos, N° 110 Banco Central de Costa Rica. Febrero, 1993

²⁸ Picado cita en esta lista artículos como los tractores de vapor, los molinos de viento y las barbas de ballena

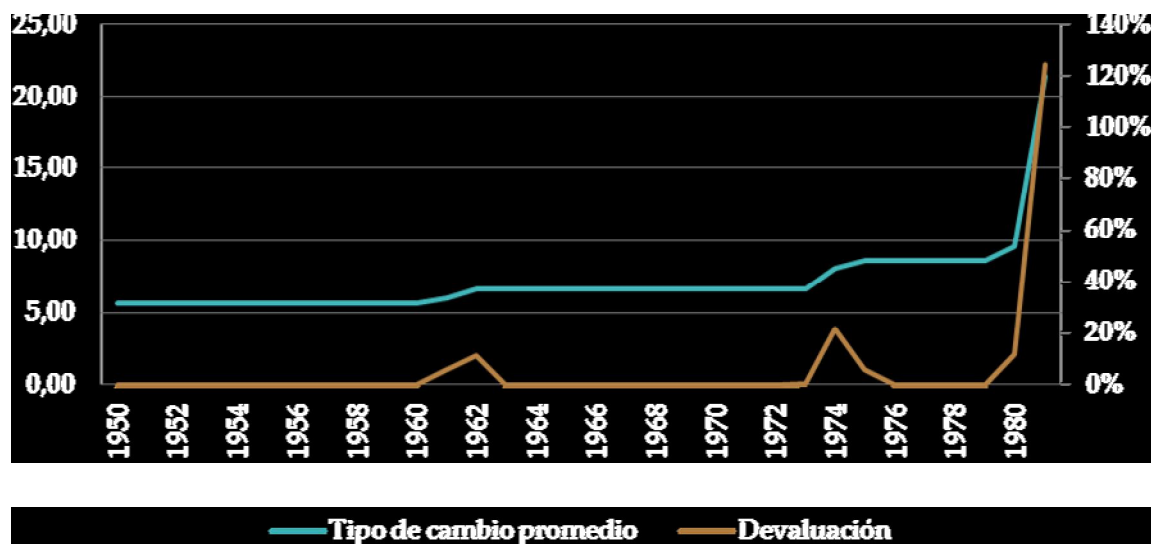
Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

Esta condición provocó serias distorsiones en el sistema, por lo que finalmente el 10 de Diciembre de 1981, por medio de la Ley de Devaluación N° 6696 se devaluó la moneda, pasando el tipo de cambio oficial de ₡8.60 por dólar a ₡20 por dólar. También se aplicaron otro tipo de medidas en cuanto a la restricción de otorgamiento del tipo de cambio, así mediante la aplicación del artículo 95 y 96 de la Ley Orgánica del Banco Central se estableció que únicamente se autorizaría la venta de divisas al tipo de cambio oficial para la compra de una serie de artículos de suma importancia como el petróleo y sus derivados por parte de la Refinadora Costarricense de Petróleo, así como medicinas e insumos para su fabricación por parte de la Caja Costarricense del Seguro Social. Por lo tanto, el resto de las transacciones externas se realizarían a través del mercado libre bancario y extrabancario.

Además por esos tiempos en Banco Central puso en vigencia un reglamento para las transacciones de divisas en el Mercado Libre de Cambios, con el objeto de tener algún tipo de influencia en ese tipo de operaciones.

El comportamiento del tipo de cambio para el período que inicia en 1950 y termina a finales de la década de 1970 es descrito por el gráfico a continuación,

Gráfico 1. Costa Rica. Promedio anual del Tipo cambio de compra y de venta del dólar de los Estados Unidos de América. En colones costarricenses. 1950-1981



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Planificación y Política Económica

B. Régimen Cambiario vigente entre Enero de 1982 y Noviembre de 1983: Un período de Transición.

A principios del año 1982 fue visible una mejora en las reservas monetarias, sin embargo, no fue suficiente para arrojar un saldo positivo. También por esa misma época Picado (1993) señala *“en el transcurso de los primeros 6 meses de 1982 se opero en Costa Rica con tres tipos de Cambio: el oficial de ₡20 por dólar, el libre aplicable al 90% de los ingresos de divisas por exportaciones cuyo tipo de cambio lo fijaban los bancos comerciales del Estado por lo que se le conoció como tipo interbancario y el tipo de cambio libre de las autoridades autorizadas y casas de cambio que participaban en el mercado vendiendo y comprando divisas por su propia cuenta y riesgo.”*²⁹ Lo anterior evidencia la falta de control por parte del Banco Central sobre el tipo de cambio de la economía.

Para finales de 1982, más precisamente en Diciembre, como parte del programa de estabilización monetaria (que era sustento del Convenio de Stand-By suscrito con el Fondo Monetario Internacional en ese mes), se llevaron a cabo las siguientes acciones: el establecimiento de límites y metas trimestrales sobre los activos internos netos del Banco Central, el endeudamiento externo, el gasto público y las reservas internacionales netas, así como la reunificación del tipo de cambio y la reanudación del servicio de la deuda pública externa.

A pesar de la existencia del programa de estabilización monetaria, no fue sino hasta el mes de Noviembre de 1983 que el Banco Central finalmente unificó el tipo de cambio de los mercados interbancario y libre. Por lo tanto existían dos tipos de cambio, el oficial que se cotizaba a ₡20 la compra y ₡20.30 para la venta y que se aplicaba para las operaciones de un número muy reducido de operaciones, y el “libre interbancario” con cotizaciones de ₡43.15 y ₡43.65 para la compra y la venta respectivamente, este era utilizado para el resto de las transacciones con el exterior.

C. Política Cambiaria entre 1984 y Febrero de 1992: La innovación de las minidevaluaciones.

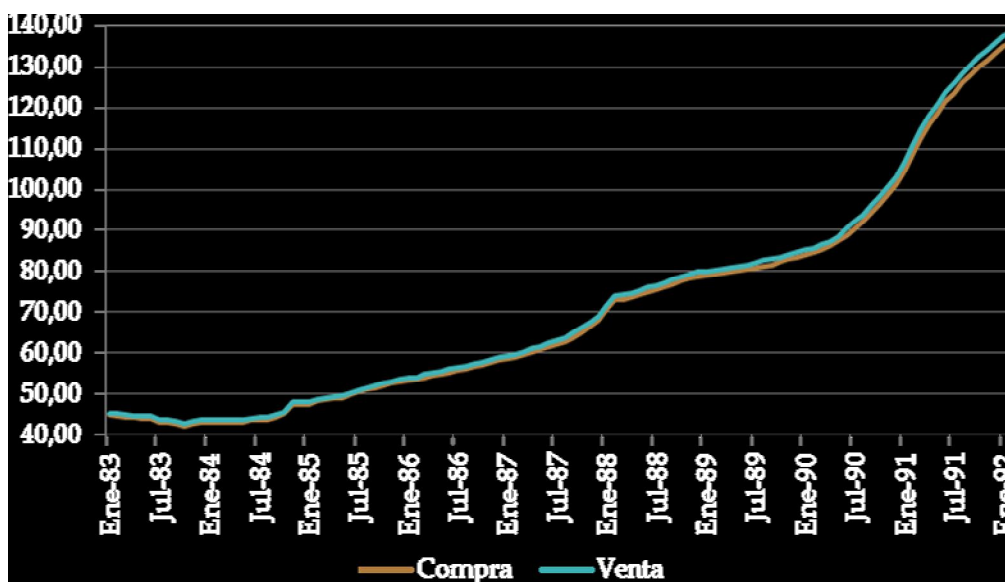
Alrededor de la mitad del año 1984, se produjo un gran aumento en las importaciones por lo que se realizaron una serie de medidas monetarias y cambiarias restrictivas con el objetivo de reducir el exceso de liquidez y menguar así el deterioro de la balanza de pagos. Dentro de este contexto macroeconómico es que se adopta un régimen de pequeñas devaluaciones del tipo de cambio del colón

²⁹ Ídem.

con respecto al dólar. Estas minidevaluaciones eran realizadas por parte del Banco Central de forma periódica, sistemática y discrecional, con la objeto de *“ajustar el tipo de cambio a las condiciones reales de la economía, utilizando para ello algunos indicadores como la relación de la inflación interna con la externa, la acumulación de atrasos, comportamiento de las entradas de capital y de las exportaciones del país y su situación frente a la evolución de los mercados internacionales”*³⁰. Con este régimen cambiario la tasa de cambio promedio vario de ₡43.40 en Diciembre de 1983 a ₡47.75 en Diciembre del año siguiente presentando una devaluación del 9.1%.

Durante los años comprendidos entre 1985 y 1991 el Banco Central de Costa Rica continúo con su política de ajustar periódicamente el tipo de cambio del colón con respecto al dólar. Para Febrero de 1992 el tipo de cambio promedio del colón con respecto al dólar había variado de ₡43.40 en 1984 a ₡197.28, para esa fecha el Banco Central había efectuado alrededor de 230 ajustes a lo largo del período. A continuación se presenta gráficamente la evolución del tipo de cambio para el período comentado.

Gráfico 2. Costa Rica: Tipo cambio de compra y de venta del dólar de los Estados Unidos de América. Referencia del Banco Central de Costa Rica. En colones costarricenses. Enero 1984- Febrero 1992



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica

³⁰ Ídem

D. Proceso de Modernización y Liberalización Financiera en Costa Rica a partir de 1992.

A partir de marzo de 1992 se comenzaron a gestar ciertas reformas dirigidas a *“que sea el mercado el determinante del nivel del equilibrio del tipo de cambio y no el Banco Central directamente, limitándose su actuación a la intervención para suavizar movimientos especulativos de corto plazo”*. En este sentido es que se elimina la centralización de la compra y venta de divisas para transacciones corrientes en el Banco Central de Costa Rica, de igual manera se eliminan las restricciones para las transacciones de capital, lo que supuso inmediatamente la desaparición del mercado informal o paralelo de divisas, al unirse o formalizarse en el mercado cambiario. Así las cosas, los bancos Estatales, los bancos privados, la Bolsa Nacional de Valores y los demás entes autorizados por el Banco Central podrían transar divisas bajo su propia cuenta y riesgo. Lo anterior fue posible gracias a las reformas que se efectuaron en el Reglamento para las Operaciones Cambiarias.

Siempre con la idea de liberalizar el régimen de tipo de cambio en Costa Rica se realizaron las siguientes reformas legales:

- *Libre conversión de la moneda para todas las personas sin la exclusividad del Sistema Bancario Nacional.*
- *Libertad para contratar en monedas extranjeras.*
- *Supresión de la calificación como delito de la compra y venta de divisas.*
- *Admite la centralización del mercado cambiario en el Banco Central y que éste fije el tipo de cambio oficial sin necesidad de recurrir a la Asamblea Legislativa o, en su defecto, se permite lanzar las exportaciones e importaciones al mercado libre para que sean la oferta y la demanda las determinantes del valor de la divisa.*
- *Elimina mediante Reforma Constitucional la Paridad o Valor oro de la Moneda.*

Aunque posteriormente fue necesario abandonar el esquema de flexibilización cambiaria debido a que en la vigencia de este régimen desencadenó una entrada masiva de capitales, los cuales presionaron a la apreciación real del tipo de cambio, generando una pérdida de competitividad en las exportaciones nacionales. Por lo cual se retomó el régimen de minidevaluaciones.

E. Minidevaluaciones: “El Régimen Temporal”

El régimen de minidevaluaciones se aplicó con el propósito de mantener la estabilidad del tipo de cambio real y evitar la materialización del riesgo de nuevas crisis cambiarias y especulativas.

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

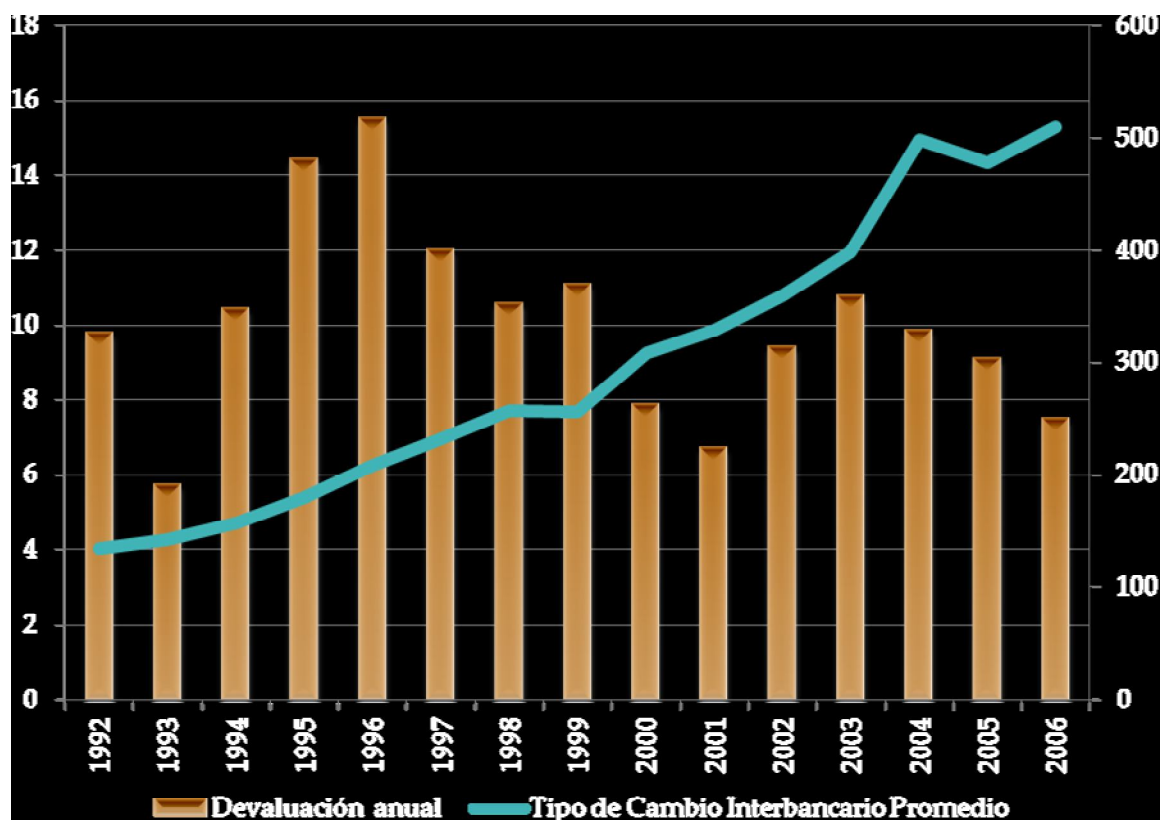
Según Eduardo Lizano, el régimen de minidevaluaciones constituía un régimen de transición, como parte del plan de cuatro etapas:

1. Unificación Monetaria.
2. Adopción de Minidevaluaciones.
3. Reformas
 - a. Mayor libertad para los exportadores en el manejo de divisas.
 - b. Menor Intervención del Banco Central en la determinación del tipo de cambio.
“... el Banco Central no fijará el tipo de cambio, sino que permitirá que, en buena medida, la oferta y demanda de divisas determinen el tipo de cambio”
(Lizano, Julio 1985)
4. El Banco Central como un actor más en la determinación del tipo de cambio.

Sin embargo, como se mencionó anteriormente, el fracaso en el intento de transición realizado en 1992, hizo que se retomara el régimen de minidevaluaciones hasta octubre del 2006.

En cuanto al manejo del tipo de cambio para el lapso comprendido entre diciembre de 1992 y octubre del 2006, se aplicó una devaluación nominal anual promedio del 10.05%. Pasando de un tipo de cambio de 134.5 colones por dólar en diciembre de 1992 a 510.16 colones por dólar en octubre del 2006, lo cual evidencia una depreciación nominal de la moneda nacional respecto al dólar.

Gráfico 3 Costa Rica: Tipo cambio Interbancario Promedio y Devaluación Anual. 1992- 2006³¹

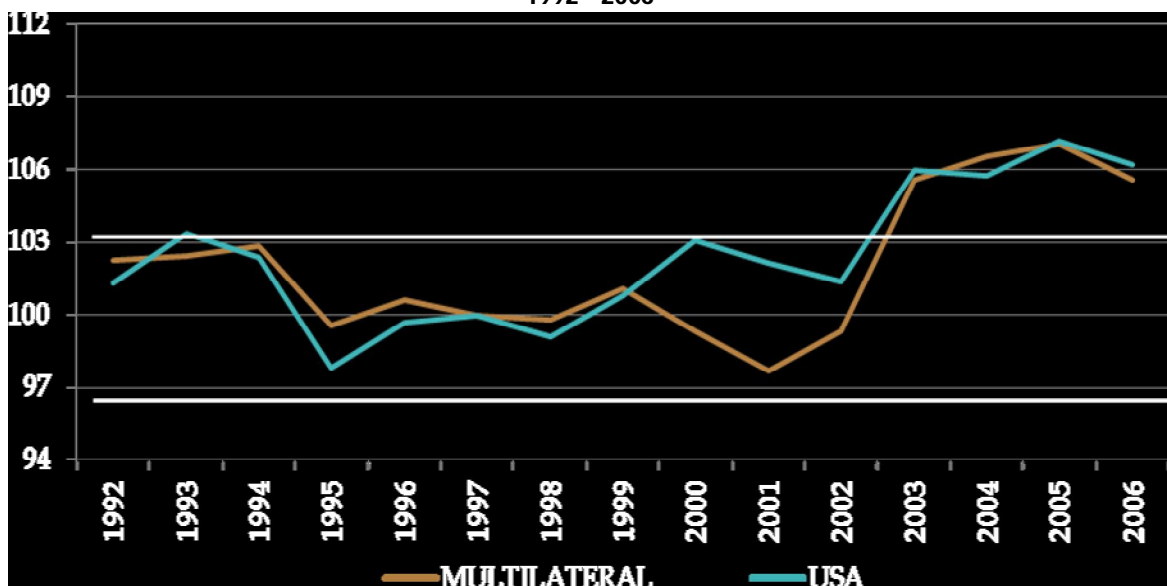


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica

Por otra parte, las desviaciones reales (apreciación-depreciación) fueron poco significativas, estas se mantuvieron en una banda entorno al 3% y - 3%, para la mayoría del período, tal como se aprecia a continuación:

³¹ La devaluación del 2006 corresponde a la variación porcentual interanual entre el promedio mensual de octubre del 2005 a octubre del 2006.

Gráfico 4. Costa Rica. Índices de Tipo de Cambio Efectivo Real Bilateral y Multilateral 1992 - 2006³²



Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica

No obstante, en el período comprendido entre el 2003 y el 2005 se muestra un incremento del ITCER tanto multilateral como bilateral, lo cual implica una depreciación del colón en términos reales, la cual se ve disminuida durante el 2006, generando una apreciación del tipo de cambio, vinculada con el alto nivel inflacionario alcanzado durante el año en comentario.

El régimen de minidevaluaciones contribuyó a mantener una relativa estabilidad externa durante las últimas dos décadas. Sin embargo, dicho régimen conlleva una serie de limitaciones, en cuanto a la aplicación de la política monetaria, conocida como la trinidad imposible, donde la predictibilidad del tipo de cambio condujo a un proceso de inflación inercial, debido a que, al ser una economía con una cuenta de capitales abierta, los intentos por controlar el nivel de precios mediante la reducción de la oferta monetaria, se revertían, ya que, las tasas de interés estimulaban la entrada de capitales con lo cual el BCCR se veía en la necesidad de esterilizar su intervención inicial para poder mantener los niveles adecuados de reservas (RIN). Evidentemente, esto conlleva no sólo un costo financiero, sino también a la pérdida de credibilidad del Banco Central. Aunado a esto, se tiene que el régimen de minidevaluaciones estimula la falsa expectativa de estabilidad cambiaria permanente, lo cual se muestra, en el mayor grado de riesgo

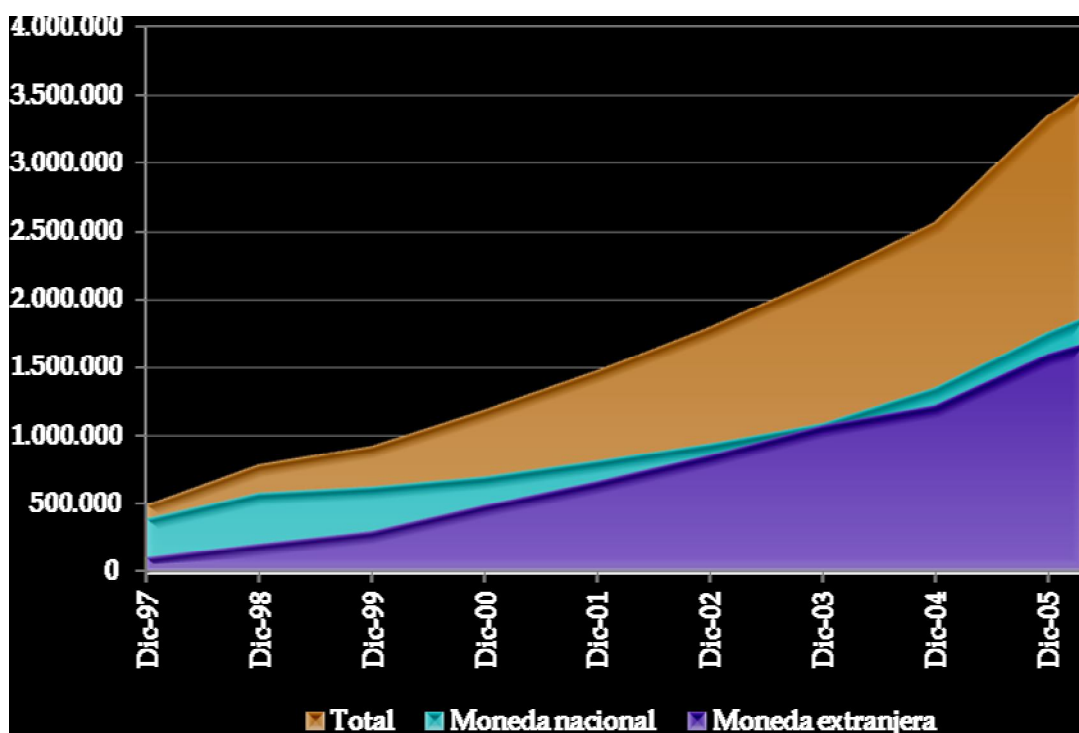
³² Año base 1997, promedios anuales. Promedio del 2006 calculado hasta octubre

cambiario asumido por los agentes económicos. Por lo que, el proceso de dolarización informal de la economía aumentó en la mayor parte del período analizado tal como se aprecia en el Gráfico 5, esto debido a que las tasas de interés reales en moneda extranjera resultaron más atractivas, es decir, fueron mucho más elevadas respecto a las generadas en moneda nacional. Respecto a los pasivos las menores tasas de interés reales aplicables a préstamos en moneda extranjera y el carácter predecible del tipo de cambio, estimularon el proceso de dolarización.

Durante el período de 1997-2002 las tasas de interés en colones brindaron un incentivo para el crecimiento del cuasidinero en moneda local, paralelamente el comportamiento de las tasas activas promovió el crecimiento del crédito en dólares.

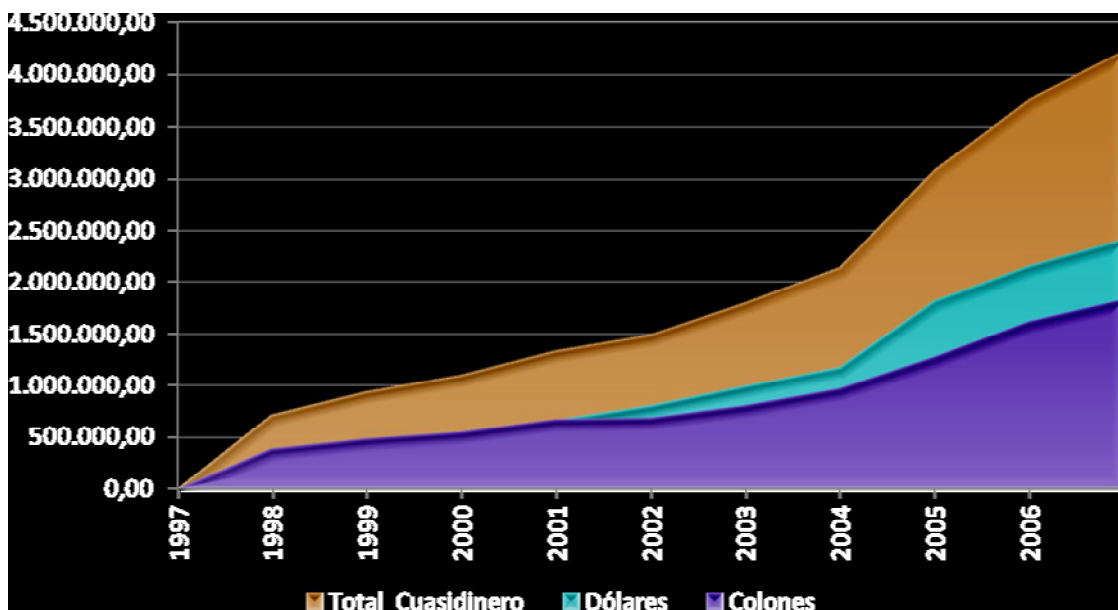
En el lapso del 2004 – 2005 la composición del crédito al sector privado según moneda muestra indicios de un proceso de desdolarización como consecuencia de la disminución de las tasas en colones, que estimularon el mayor crecimiento del crédito en moneda local. No obstante, pese a la reducción en términos absolutos, en términos relativos el porcentaje de cartera denominada en dólares es superior al 50%.

Gráfico 5. Costa Rica: Evolución del Crédito al Sector Privado según moneda



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica

Gráfico 6. Costa Rica. Composición del Cuasidinero por moneda. 1997-2006



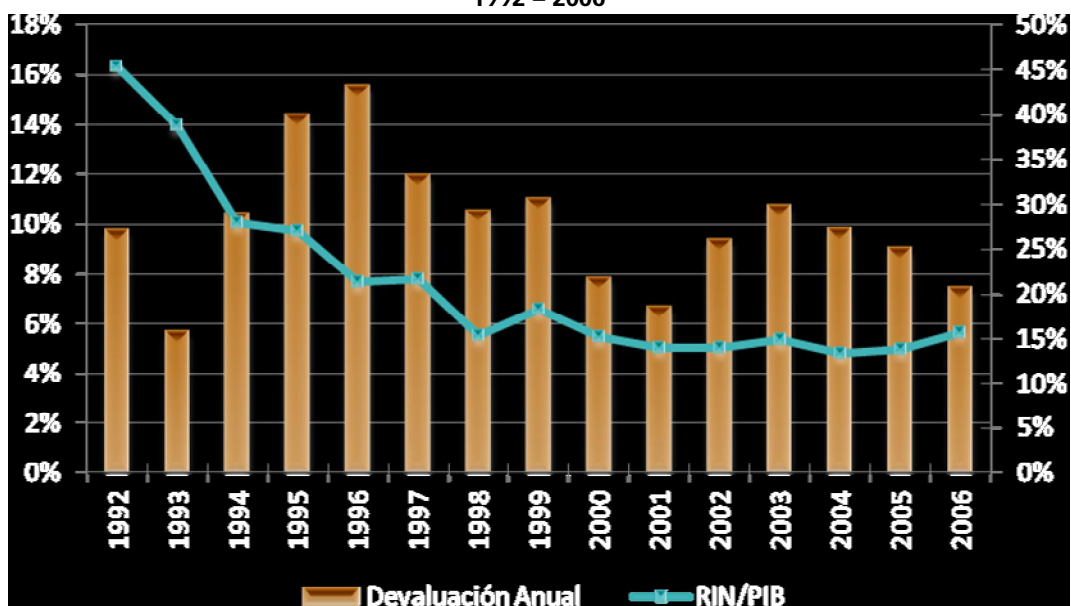
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica

El comportamiento del cuasidinero en moneda extranjera refleja una limitación del régimen cambiario de minidevaluaciones, debido a que este garantiza un rendimiento implícito en los instrumentos denominados en dólares mediante la revaluación de la divisa, lo que estimula la dolarización de la economía. Ésta situación aunada a la disminución en tasas denominadas en colones se tradujo en un incremento en el cuasidinero mantenido en dólares para el periodo del 2003 y 2006.

Otra de las limitaciones que suele asociarse al régimen de minidevaluaciones es *“el impacto monetario y alto costo financiero para el BCCR de realizar intervenciones persistentes y obligadas en el mercado cambiario (intervención esterilizada).”*³³ A continuación, se aprecia gráficamente dicho efecto.

³³ Ídem.

**Gráfico 7. Costa Rica. Saldo Promedio de RIN y Devaluación Promedio
1992 – 2006**

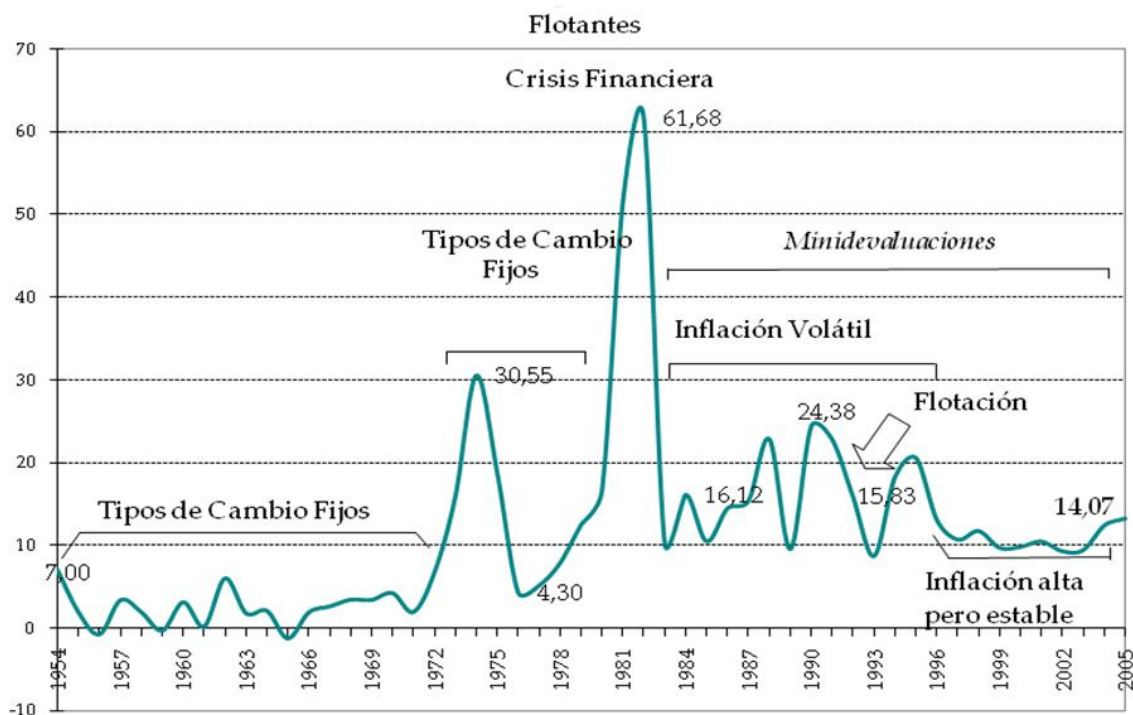


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica

El Gráfico 7 muestra la debilidad de la política monetaria que implica el régimen de minidevaluaciones, donde el Banco Central no tiene control sobre el nivel de reservas monetarias, ya que al buscar alcanzar simultáneamente los objetivos de control de la inflación y tipo de cambio, debe absorber los colones emitidos al comprar dólares mediante un pasivo con costo.

Por otra parte, las características del tipo de cambio, creciente y fácilmente predecible se manifiestan en otra limitante del régimen de minidevaluaciones, la presión sobre los precios internos. Las restricciones en cuanto al manejo de precios, pueden apreciarse en el siguiente gráfico, donde se muestra la evolución del IPC en los diferentes regímenes cambiarios aplicados en Costa Rica.

Gráfico 8. Costa Rica: Inflación y Regímenes Cambiarios. 1954-2005³⁴



Fuente: Elaboración propia con datos del MIDEPLAN e INEC

En el Gráfico 8 se muestra como el régimen de minidevaluaciones brindó un alivio ante la crisis de los años 1980, no obstante, la predictibilidad del régimen generó presiones inflacionarias inerciales.

Según el resultado del estudio realizado durante el 2001 por el BCCR³⁵ el régimen de minidevaluaciones constituía el principal determinante del pass through³⁶ en Costa Rica. Específicamente, los resultados mostraban un coeficiente de transmisión de 0.16 puntos porcentuales de inflación por cada punto porcentual de devaluación nominal a corto plazo (dos meses de rezago), mientras que en para el lapso de 12 meses de rezago, el coeficiente alcanzaba 0.55 puntos porcentuales. Estos datos evidencian la limitación del control de precios ante la aplicación de minidevaluaciones.

³⁴ Inflación medida por el IPC base 1995

³⁵ León, Jorge; Morera, Patricia y Ramos, Welmer. **El pass through del tipo de cambio: un análisis para la economía costarricense de 1991 al 2001**. BCCR – 2001.

³⁶ Se define como “el efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación interna”. En español este fenómeno se denomina traspaso de los movimientos de tipo del cambio nominal a la inflación. **Calderón Moya, Allan** (2005)

Esta problemática de control de precios, constituyó un fuerte impulso para concretar la fase de régimen transitorio que inicialmente constituyó el régimen de minidevaluaciones, *“Así, se desecharon opciones de mayor fijación y se vio la conveniencia de aumentar las posibilidades de realizar una mejor gestión de política monetaria”*³⁷ Es así como se implementó el régimen de bandas cambiarias a partir de octubre del 2006, dicha medida se tomó como parte del Plan Estratégico Maestro (PEM) 2005 – 2009, dentro del Proyecto *“Esquema de Meta Explícita de Inflación para Costa Rica”*, el cual requiere que no existan compromisos cambiarios para tener autonomía monetaria.

Por otra parte, según lo anunciado por el Banco Central, el régimen de bandas cambiarias *“debe concebirse como un mecanismo de transición hacia una flexibilidad cambiaria amplia del tipo flotación administrada en un mediano plazo ... (por tanto) ...es sólo un medio para lograr cumplir con los requisitos para operar bajo metas de inflación.”*³⁸

Adicionalmente, como complemento para la implementación del régimen de Bandas Cambiarias, se hace necesario establecer nuevas reglas que se adapten a las características del nuevo régimen. En la siguiente sección, se realiza una descripción de las regulaciones estipuladas en dicho contexto.

F. El Proceso de Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: La introducción de las Bandas.

El 13 de octubre del 2006 la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica acordó, en el artículo 5 del acta de la sesión 5300-2006, el establecimiento de un régimen cambiario de bandas a partir del lunes 17 de octubre del 2006. Esto de acuerdo a los artículos 28 y 85 de la Ley Orgánica del Banco Central, Ley 7558 del 27 de noviembre de 1995.

Siguiendo la esencia de un régimen de bandas se acuerda, en esta misma sesión, que *“el Banco Central permitirá que el tipo de cambio sea determinado libremente por el mercado, pero actuará ofreciendo vender y comprar divisas a los tipos de cambio de intervención que defina, con el propósito de que el precio al cual se realicen las transacciones entre las entidades autorizadas como intermediarios cambiarios y entre ellas y el Banco Central, no superen al Tipo de Cambio de Intervención de Venta, ni sean*

³⁷Méndez Quesada, Eduardo. Orozco Coto, Norman. **Sistema de Bandas Cambiarias.** Banco Central de Costa Rica., Marzo, 1996

³⁸ Ídem.

inferiores al Tipo de Cambio de Intervención de Compra que determine el Banco Central."³⁹

Lo anterior de acuerdo con las facultades otorgadas en el artículo 87 de la Ley Orgánica del Banco Central, Ley 7558 del 27 de noviembre de 1995.

Este régimen contiene una banda de amplitud inicial moderada pero creciente, pues se establece para el 17 de octubre del 2006 un tipo de cambio de intervención de compra de ₡514.78, el cual se incrementará cada día hábil en ₡0.06, y un tipo de cambio de intervención de venta que se incrementará ₡0.14 por día hábil. Además, la Junta Directiva se guarda la potestad de modificar estos parámetros a discreción según lo ameriten las condiciones financieras y macroeconómicas.

Las razones en las cuales el Banco Central argumenta la modificación del régimen cambiario se encuentran relacionadas con los costos, la vulnerabilidad de la economía y las limitaciones inherentes de la política monetaria en un régimen de minidevaluaciones. Estas razones se pueden resumir de la siguiente manera:

- El impacto monetario y el costo financiero que implica la intervención en el mercado cambiario.
- La imposibilidad de la existencia simultánea de un tipo de cambio fijo, o de fijación reptante, como las minidevaluaciones, una libre movilidad de capitales y la utilización efectiva de instrumentos de política monetaria
- La predictibilidad del tipo de cambio, la cual propicia el riesgo moral en las decisiones de los agentes económicos, lo que se traduce en dolarización de depósitos y créditos.

Con respecto a este último punto el Banco Central también menciona la inercia inflacionaria, construida a partir de expectativas de devaluación.

El Banco Central, dentro de sus consideraciones, también señala a la coyuntura macroeconómica como la adecuada para llevar a cabo la migración de régimen, esto por el nivel de reservas monetarias internacionales, la relativa disciplina fiscal y la estabilidad del sistema financiero.

G. El Tipo de Cambio de Referencia

Este es el valor comercial efectivo al cual hace alusión el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco Central, Ley 7558 del 27 de noviembre de 1995, es decir, el

³⁹Acuerdo de Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, Artículo 5 del Acta de la Sesión 5300-2006, celebrada el 13 de octubre del 2006

“valor comercial efectivo que, a la fecha de pago, tuviera la moneda extranjera adeudada”⁴⁰ y es, por lo tanto, el tipo de cambio que debe aplicarse a todos los actos, contratos y obligaciones que, a opción del deudor, puedan ser cancelados en moneda nacional.

En consideración a lo anterior, el Banco Central acordó en el artículo 6 del Acta de la Sesión 5300-2006, celebrada el 13 de octubre del 2006, *“Dejar establecido que los tipos de cambio de referencia de compra y de venta de cada día serán calculados por el Banco Central de Costa Rica como un promedio de los tipos de cambio anunciados, el día anterior en ventanilla, por cada una de las entidades autorizadas a participar en el mercado cambiario, ponderado por el tiempo en que cada tipo de cambio estuvo vigente en el lapso comprendido entre las dos y cinco de la tarde, según los informes enviados diariamente por cada entidad al Banco Central, y por la participación relativa de cada entidad en el mercado.”*

H. El Sector Público no Bancario

La Ley Orgánica del Banco Central, Ley 7558 del 27 de noviembre de 1995, establece en su artículo 89 que *“Las instituciones del sector público no bancario efectuarán sus transacciones de compra-venta de divisas por medio del Banco Central de Costa Rica o de los bancos comerciales del Estado, en los que este delegue la realización de tales transacciones. En todo caso, estas transacciones se realizarán a los tipos de cambio del día, fijados por el Banco Central para sus operaciones.”*. En relación a lo anterior, el artículo 10 del Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado dispone que *“las Instituciones del Sector Público no Bancario efectuarán sus transacciones de compra y de venta de divisas por concepto de importación y exportación de bienes y servicios, transferencias y endeudamiento externo e interno en moneda extranjera, directamente con el Banco Central o por medio de cualquiera de los bancos comerciales del Estado. Esas transacciones se realizarán a los tipos de cambio de compra o de venta, según corresponda, que fije el Banco Central para esos fines.”*⁴¹

En consideración de lo anterior, en el artículo 7 del acta de la Sesión 5300-2006 celebrada el 13 de octubre del 2006 la junta directiva del Banco Central acordó que las transacciones de compra o venta de divisas superiores a los \$100,000.00 diarios, o mayores a los \$10,000,000.00 mensuales de las instituciones del sector público no bancario deberán realizarse únicamente a través del Banco Central de Costa Rica. Cuando los montos negociados sean menores a los mencionados anteriormente las transacciones las podrán ejecutar a través de los bancos comerciales del Estado.

⁴⁰ Artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco Central, Ley 7558 del 27 de noviembre de 1995

⁴¹ BCCR. Reglamento para las operaciones cambiarias de contado. Actualizado al 25 de marzo del 2009.

La junta directiva del Banco Central también dispuso que estas transacciones se liquidaran al *"tipo de cambio ponderado diario que resulte de las transacciones que realice el BCCR en el mercado cambiario para satisfacer los requerimientos netos de divisas, derivados de sus necesidades propias y de su operación como agente de las entidades del Sector Público no Bancario."*⁴²

El Banco Central realiza esta distinción con el fin de evitar fluctuaciones significativas en los tipos de cambio de mercado, debido a que las transacciones realizadas por el Sector Público no Bancario podrían exceder significativamente el volumen promedio de las operaciones de mercado.

Posteriormente la junta directiva del Banco Central decide adicionar un punto a estas disposiciones por lo que acuerda que, *"El Banco Central podrá suplir, de manera total o parcial y haciendo uso de sus reservas monetarias internacionales, los requerimientos netos de divisas derivados de sus necesidades propias o de las entidades del Sector Público no Bancario, en el evento en que considere que el acervo de reservas internacionales de la Institución excede de aquel nivel que estima adecuado con base en consideraciones técnicas. En este caso, las transacciones de compra y de venta de esas instituciones públicas se liquidarán al tipo de cambio promedio ponderado que resulte de las operaciones del Banco Central en el mercado como agente del Sector Público no Bancario y el tipo de cambio promedio del mercado en el cual participa el Banco Central, para el remanente que decida suplir o absorber con sus reservas."*⁴³

I. Modificaciones al Sistema de Bandas Cambiarias

Desde la implementación del régimen de bandas cambiarias, el 17 de octubre del 2006, éste ha sufrido tres. La primera de ellas se acordó el 29 de enero del 2007, en la Sesión 5314-2007 de la junta directiva del Banco Central y consistió en la fijación del Tipo de Cambio de Intervención de Compra en ₡519.16 por dólar de los Estados Unidos de América y la variación del incremento del Tipo de Cambio de Intervención de Venta de cada día hábil de ₡0.14 a ₡0.11, a partir del 31 de enero del 2007.

La segunda modificación tuvo lugar el 21 de noviembre del 2007, ese día la Junta Directiva del Banco Central, en el artículo 3 del acta de la Sesión 5356-2007, acordó. *"Establecer para el 22 de noviembre del 2007, un Tipo de Cambio de Intervención de*

⁴² Acuerdo de Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, Artículo 7 del Acta de la Sesión 5300-2006, celebrada el 13 de octubre del 2006

⁴³ Acuerdo de Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, Artículo 7 del Acta de la Sesión 5310-2006, celebrada el 20 de diciembre del 2006.

Compra de ₡498,39 (cuatrocientos noventa y ocho colones con treinta y nueve céntimos por dólar de los Estados Unidos de América) y un Tipo de Cambio de Intervención de Venta de ₡562,83 (quinientos sesenta y dos colones con ochenta y tres céntimos por dólar de los Estados Unidos de América)”⁴⁴. En esta misma sesión la junta directiva dispuso que el tipo de cambio de intervención de compra se redujera en ₡0.06 y el tipo de cambio de intervención de venta aumentará en ₡0.06 por cada día hábil.

Por último, el 15 de Julio del 2008 la Junta Directiva del Banco Central, en el artículo 3 del acta de la sesión 5386-2008 acordó: *“Establecer para el 16 de julio del 2008, un Tipo de Cambio de Intervención de Compra de ₡500,00 (Quinientos colones por dólar de los Estados Unidos de América) y un Tipo de Cambio de Intervención de Venta de ₡555,37 (Quinientos cincuenta y cinco colones con treinta y siete céntimos por dólar de los Estados Unidos de América)”⁴⁵. Así mismo, se acordó incrementar el tipo de cambio de intervención de venta en ₡0,06 (seis céntimos de colón) por cada día hábil y mantener el tipo de cambio de intervención de compra fijo en ₡500,00 (Quinientos colones por dólar de los Estados Unidos de América).*

⁴⁴ Acuerdo de Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, Artículo 3 del Acta de la Sesión 5356-2007, celebrada el 21 de noviembre del 2007.

⁴⁵ Acuerdo de Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, Artículo 3 del Acta de la Sesión 5386-2008, celebrada el 15 de Julio del 2008.

IV. Evaluación de la primera fase de aplicación del sistema cambiario y expectativas futuras. Fortalezas y Debilidades del sistema en el Contexto actual

El desempeño del sector real es un determinante de los tipos de cambio, la demanda y oferta de divisas es reflejo de las características y el dinamismo del sector real. El escenario económico en el que se realizó la transición de minidevaluaciones a bandas cambiarias (lapso comprendido entre octubre 2006 – julio 2008)⁴⁶, fue relativamente estable, en términos macroeconómicos⁴⁷.

A. Producto Interno Bruto

Durante el 2006 se obtuvo un crecimiento anual del PIB del 7.90%, este incremento en el nivel de producción es atribuido a la demanda externa favorable y a la recuperación de la demanda interna asociada con el dinamismo del crédito otorgado al sector privado, estimulado por la reducción de las tasas de interés.

En el 2007, aunque el crecimiento muestra una tasa elevada, el PIB anual de 6.9% empieza a indicar algunas señales de desaceleración, producto de la reducción en la tendencia de crecimiento respecto al observado en el 2006, como consecuencia del encarecimiento de costos de producción, debido a los altos precios en el petróleo y otras materias primas y a los indicios de crisis subprime. La pérdida de dinamismo económico fue amortiguada por la disminución en las tasas de interés que impulsó el consumo interno y aceleración del sector construcción.

La profundización de la crisis, ocasionó una desaceleración de las principales economías mundiales⁴⁸, a nivel local el desempeño económico muestra un menor dinamismo económico respecto a los dos años previos. Tal como se demuestra en las cifras de variación interanual del PIB trimestral, a junio del 2008 alcanzó un 3.5% mientras en el mismo lapso del 2007 este indicador correspondía a 8.17%, es decir, el PIB interanual se redujo en 5.12pp.

⁴⁶ El período de análisis comprende desde la fecha de implementación del Régimen de Bandas Cambiarias hasta mediados de julio del 2008, fecha en la que se aplicó un cuestionario con el fin de captar la percepción de los agentes económicos.

⁴⁷ Indicadores definidos según: **Metodología de las Cuentas Nacionales**. BCCR – 2004.

⁴⁸ Cronología de una crisis. BBC mundo.com. 15 septiembre 2008.

http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/specials/2008/crisis_financiera/newsid_7315000/7315229.stm

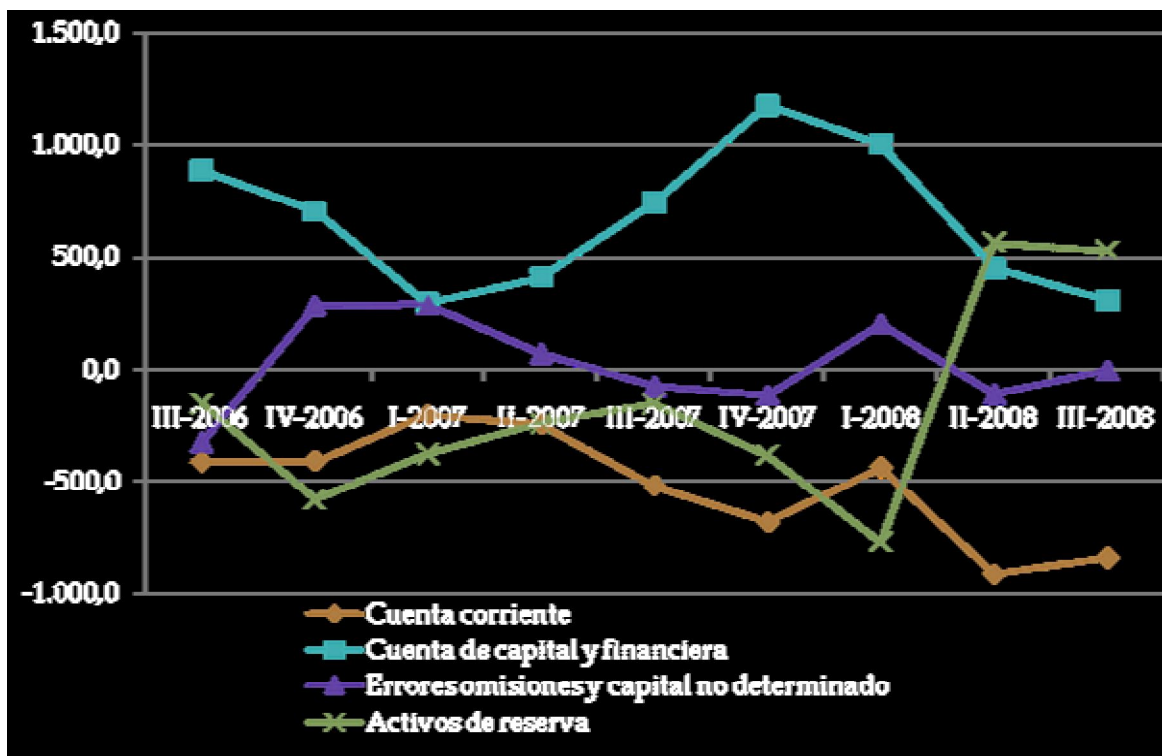
La modificación del entorno económico, antes discutida, implicó un cambio considerable en el escenario de aplicación de bandas cambiarias. A continuación se describe con mayor detalle el comportamiento de la balanza de pagos y las implicaciones en la ejecución del nuevo régimen cambiario.

B. Balanza de Pagos

La coyuntura económica favorable presentada en el 2006, propició el ingreso de recursos externos, superiores al déficit de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, lo que estimuló un aumento en las reservas monetarias internacionales en poder del BCCR.

Durante el 2007 la continuidad del flujo de capitales externos hacia el país posibilitó el financiamiento del déficit de cuenta corriente. Los flujos externos recibidos en este lapso se canalizaron en su mayoría hacia el sector privado, las transferencias de inversión hacia ese sector crecieron un 21% respecto al 2006 según las cifras reportadas por el BCCR.⁴⁹

Gráfico 9. Costa Rica. Comportamiento Trimestral de la Balanza de pagos por Cuenta. III Trimestre del 2006 - III Trimestre del 2008



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

⁴⁹ Según **Memoria Anual 2007**. BCCR – marzo 2008.

Debido a las condiciones de crisis y las restricciones de liquidez internacional del 2008, se aprecia una reducción de la inversión extranjera directa en el sector inmobiliario y turístico, según cifras del BCCR estos rubros decrecieron en un 46% y 8.41% respectivamente.

Los ingresos trimestrales por cuenta de capital y financiera se redujeron durante el tercer trimestre del 2008 en un 57% respecto al mismo período del 2007. Paralelamente se experimentó un incremento en la brecha comercial explicado fundamentalmente, por el incremento en el valor de las importaciones de bienes, específicamente, el mayor gasto por concepto de la factura petrolera.

La combinación de reducción en cuenta de capital y financiera y el aumento del déficit por cuenta corriente generó un desbalance que fue financiado mediante reservas internacionales netas acumuladas.

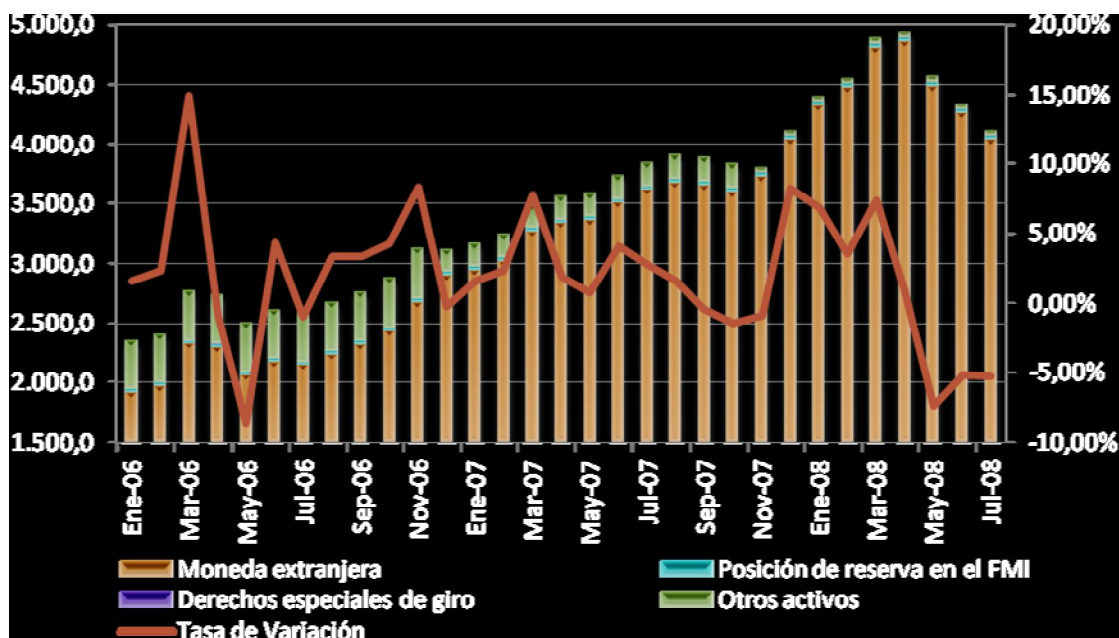
La aplicación del régimen de bandas cambiarias facilitó al Banco Central un mayor margen para el manejo de reservas monetarias ante los cambios en balanza de pagos, tal como se observa en el siguiente apartado.

C. Reservas Monetarias Internacionales

Durante el 2006 y 2007 la afluencia de capital externo, reflejaron una oferta de divisas superior a la demanda que requirió la intervención del Banco Central para defender el piso de la banda, con la consecuente acumulación de reservas internacionales. Este comportamiento se extendió durante los primeros cuatro meses del 2008, donde las reservas internacionales netas alcanzaron un máximo de \$4.936 millones. Esta fecha, a su vez, constituye el punto de inflexión, las reservas internacionales netas acumuladas presentan una tendencia decreciente entre mayo y julio del 2008, como consecuencia de tipo de cambio se posicionó en el techo de la banda y el Banco Central inició la participación como vendedor neto de divisas. La depreciación del tipo de cambio se atribuye al aumento del desequilibrio comercial externo y el menor incentivo para el arbitraje debido a la caída en los tipos de interés.⁵⁰

⁵⁰ Delgado Félix. **Evolución reciente del mercado cambiario y perspectivas para los próximos meses**. Seminarios CEFSA - junio 2008.

Gráfico 10. Costa Rica. Composición de las Reservas Monetarias por Tipo de Activo de Reserva.
En millones de dólares Octubre 2006 – Julio 2008



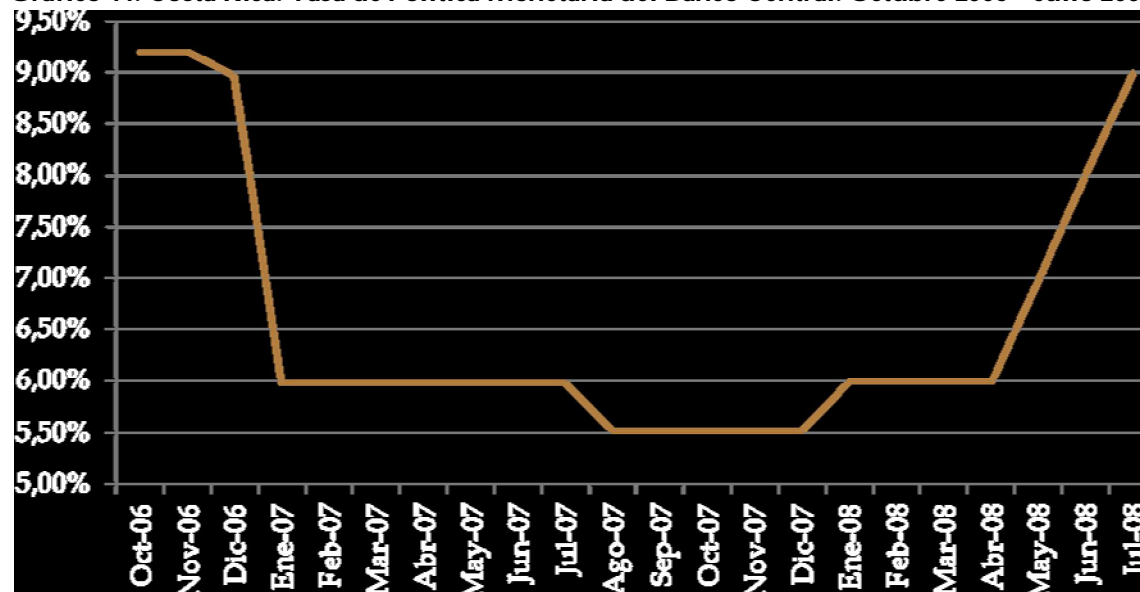
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

El comportamiento del tipo de cambio determina los movimientos en las reservas, a su vez este se encuentra asociado a tipos de interés, debido a que en una economía con una cuenta de capitales abierta parte de los flujos de capital está vinculado con el incentivo de tasa de interés. Bajo este contexto, el manejo de la tasa de interés adquiere una relevancia significativa para la implementación de la política monetaria, razón por la cual es importante analizar las medidas adoptadas por el Banco Central.

D. Tasas de Interés.

En el contexto de aplicación de bandas cambiarias y apertura económica y financiera se define la tasa de política monetaria como el instrumento de política monetaria. Por consiguiente, las modificaciones en la tasa de interés de política monetaria pretenden, enviar un mensaje a los mercados en el sentido de que la política monetaria es restrictiva o relajada, lo cual indicaría si el costo de los recursos financieros debe aumentar o disminuir. A continuación se describe el manejo de la tasa de política monetaria y la evaluación de la transmisión hacia la banca comercial y por consiguiente al resto de la economía.

Gráfico 11. Costa Rica. Tasa de Política Monetaria del Banco Central. Octubre 2006 – Julio 2008



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

El comportamiento de las tasas de interés de política monetaria⁵¹ observado en el 2006 se caracteriza por una tendencia decreciente, los ajustes a la baja realizados son producto primero del objetivo de limitar el incentivo para arbitraje de tasas de interés, segundo, de las expectativas de apreciación del tipo de cambio. Igualmente, durante el 2007, el Banco Central redujo la tasa de interés para depósitos a un día plazo.

La coyuntura económica del 2007 planteó nuevamente el dilema de manejo de Política Monetaria del Banco Central, pues se enfrentó con la contracción de la administración de tasas de interés, control de la demanda a través de un incremento de tasas de interés o reducir la expansión monetaria mediante disminución de tasas. El Banco Central optó durante el año en comentario por una política de reducción de tasas de interés. La tasa de política monetaria⁵² utilizada por el Banco Central mostró una reducción de 3,75 pp.⁵³ "La principal reducción de este indicador se registró en el mes de enero, cuando la Autoridad Monetaria aplicó una disminución de 3,25 puntos porcentuales en las tasas de captación a un día plazo para ser

⁵¹ "A partir de febrero del 2004, el BCCR define explícitamente la TPM y hasta el 3 de septiembre del 2007 su nivel se definió en función de las captaciones que se realizaban en el Sistema de inversiones de Corto Plazo." Tenorio Edwin. **Recopilación de definición y cambios en la tasa de política monetaria del Banco Central de Costa Rica**. BCCR – octubre 2008.

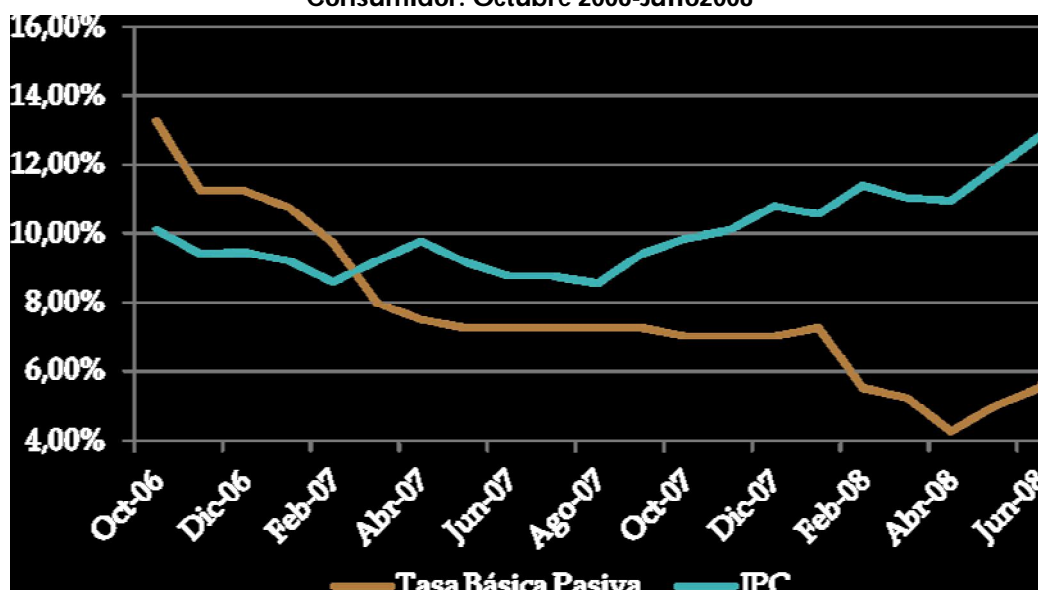
⁵² "El depósito overnight (DON) entró en vigencia el 3 de septiembre del 2007, fecha a partir de la que se eliminó el SICP y a partir de la cual la TPM se define como la que la tasa de interés de captación de la facilidad de depósito a un día plazo (Depósito Over Night)." Idem.

⁵³ Según **Memoria Anual 2007**. BCCR – marzo 2008.

consistentes con la tasa de deslizamiento del piso o límite inferior de la banda cambiaria y reducir así entradas de capital motivadas por el arbitraje de tasas de interés. Asimismo, y bajo consideraciones similares, durante el segundo semestre se aplicó una reducción adicional de 50 puntos base, ubicando este indicador en 6% al cierre del año.”⁵⁴

La tendencia a la baja de tasas de interés se dilató hasta principios del 2008. En enero del 2008 el Banco Central bajo 2.75% la tasa de interés de política monetaria. El recorte en las tasas de interés del Banco Central, provocó un ajuste a la baja de la estructura de tasas de interés pasivas de la banca comercial en colones. Cabe resaltar que, tal como se aprecia en el Gráfico 12, a partir de marzo 2007 estas tasas permanecieron por debajo de la expectativa de inflación, es decir, las tasas pasivas fueron negativas en términos reales.

Gráfico 12. Costa Rica. Tasa Básica Pasiva y variación Interanual de Índice de Precios al Consumidor. Octubre 2006-Julio 2008



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

No obstante, en mayo a julio del 2008 el Banco Central inició un proceso de ajustes al alza de la tasa de política monetaria⁵⁵, ante el margen de acción que le otorgó el dejar de intervenir para defender el piso de la banda cambiaria, debido a la reversión en el comportamiento del tipo de cambio. Esto permitió al Banco Central aplicar una

⁵⁴ Ídem.

⁵⁵ “La tasa DON fue la TPM para el periodo comprendido entre 3 de septiembre del 2007 y el 28 de mayo del 2008. Desde el 29 de mayo del 2008 y hasta la fecha, la TPM corresponde a la tasa de interés que cobra el Banco Central de Costa Rica en sus operaciones activas (préstamos) a un día plazo en el Mercado Interbancario de Dinero.” Tenorio Edwin. **Recopilación de definición y cambios en la tasa de política monetaria del Banco Central de Costa Rica**. BCCR – octubre 2008.

política monetaria más restrictiva para reducir las presiones inflacionarias y promover la restitución de rendimientos reales positivos. Como se observa en el Gráfico 12, la tasa básica pasiva comenzó a repuntar para ese mismo lapso.

Como se indicó anteriormente, la estructura de tasas de interés de la banca comercial se ajustó en función de los rendimientos del manejo de tasa de política monetaria realizado por el Banco Central, esto es relevante, pues, la tasa de política monetaria, es el instrumento fundamental para la aplicación de metas de inflación. Sin embargo, desde la implementación y hasta mayo 2008 el tipo de cambio se mantuvo pegado a la banda inferior y limitando la maniobrabilidad del Banco Central para ejercer política contractiva.

Esta situación desencadenó un incremento en el crédito al sector privado debido a la tendencia a la baja observada en las tasas de interés. Tal como se detalla a continuación.

E. Crédito al Sector Privado

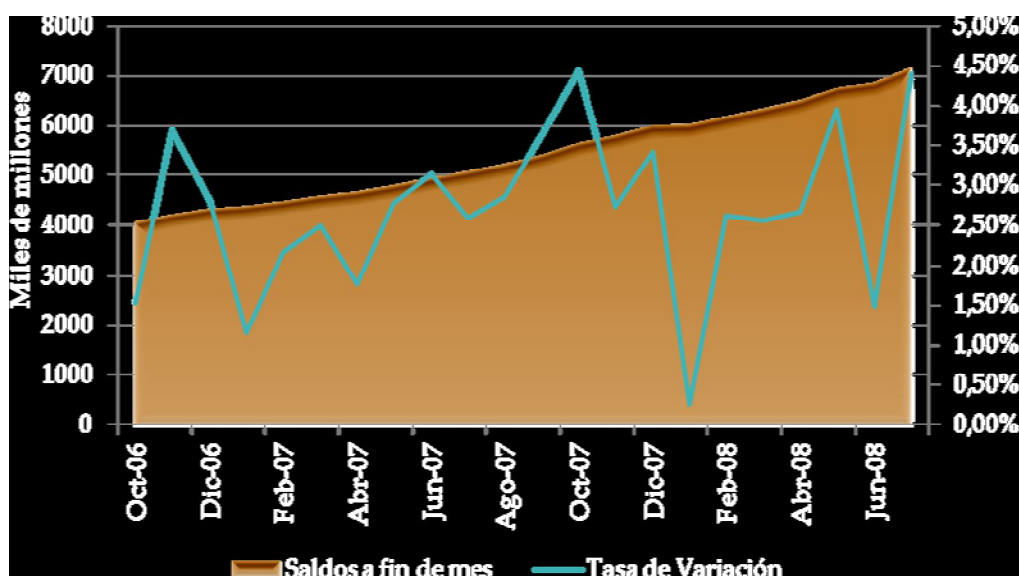
Durante el 2006, el crédito estuvo impulsado por el crecimiento económico, el comportamiento de las tasas de interés y la disponibilidad de recursos de los bancos comerciales para otorgar préstamos. En cuanto al crédito al sector privado según moneda, ante la aplicación de bandas cambiarias se presentan indicios de un proceso de desdolarización a través de la desaceleración del crédito en moneda extranjera, según datos a diciembre del 2006, el crédito en moneda nacional creció un 34,2% en el año y alrededor de 7% con relación al registrado en el 2005.

En el 2007 se observó una alta expansión del crédito al sector privado, alcanzando en diciembre una tasa de expansión del 38.7% respecto al mismo período del 2006. Este incremento fue estimulado por la reducción en las tasas de interés. En cuanto a la composición por moneda, se observó una preferencia por los créditos denominados en colones. El crédito en moneda nacional creció un 47,5%, reflejando el impulso otorgado por la banca comercial.

Mientras a principios del 2008 se observa cierta tendencia de desaceleración del crédito al sector privado producto del incremento en las tasas de interés. No obstante, a julio del 2008 continúa el crecimiento del crédito en colones.

Tras la implementación de bandas cambiarias se obtuvo un incremento del crédito al sector privado denominado en colones, estimulado por la incertidumbre cambiaria y la tendencia a la baja de tasas de interés experimentada desde el 2006 hasta abril 2008.

Gráfico 13. Costa Rica. Crédito al Sector Privado y Tasa de Variación. - Saldos a fin de mes en millones de colones -Octubre 2006 – Julio 2008



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

Entre las limitaciones del régimen de bandas cambiarias, se encontraba la alta dolarización de la economía, por lo que, es importante evaluar si la implementación de bandas cambiarias ha contribuido a un proceso de desdolarización para los pasivos del sistema financiero.

F. Riqueza Financiera del Sector Privado

La riqueza financiera muestra en el 2006 indicios de un proceso de desdolarización pese al incremento en las tasas de interés pasivas netas en moneda extranjera, con una participación porcentual en colones levemente superior al 50%.

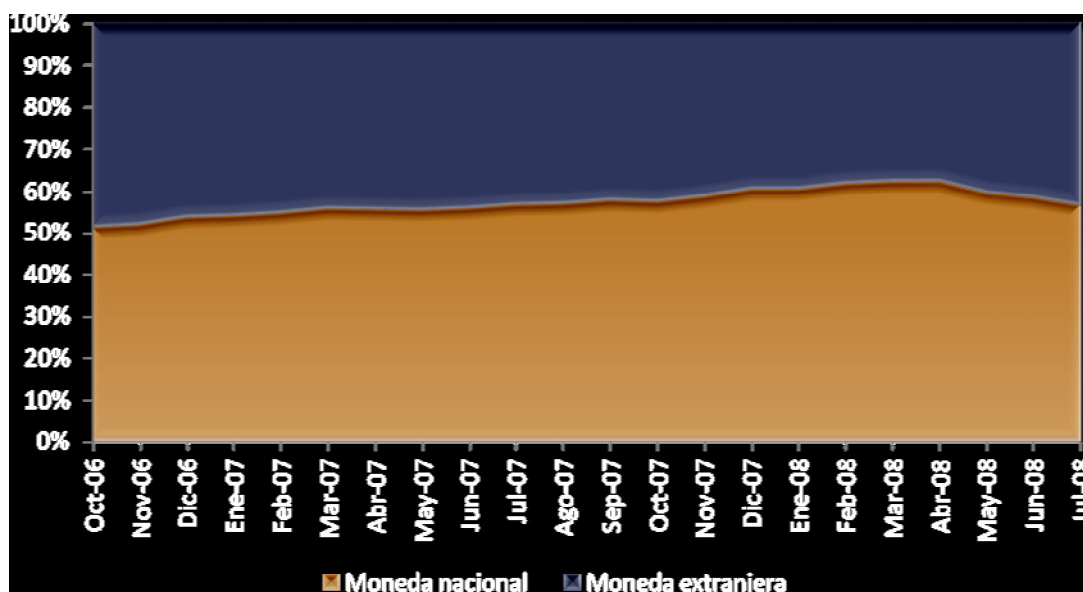
Durante el 2007 se observa una estructura según moneda con un componente en colones de alrededor del 57% y en dólares de 43%. El descenso en la dolarización es superior al registrado en el año previo. Los factores explicativos de esta situación, tal como indica el Banco Central⁵⁶ son: el comportamiento de la liquidez en moneda nacional, la no renovación de los certificados en moneda extranjera emitidos por el BCCR ante la apreciación del colón, la caída en la colocación neta de títulos fiscales en dólares y la activa colocación de títulos en moneda nacional de parte del BCCR.

En tanto que, de mayo a julio 2008 se revierte el proceso de desdolarización, el componente en colones de la riqueza financiera pasa de un máximo de 62% en

⁵⁶ Ídem.

abril 2008 a 56% en julio. El cambio en las preferencias se asocia con las expectativas de depreciación del colón y las tasas reales negativas.

Gráfico 14. Costa Rica. Distribución de la Riqueza financiera del sector privado. Octubre 2006 – Julio 2008



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

De acuerdo a lo descrito anteriormente, uno de los propósitos del Banco Central es disminuir la dolarización, debido a que está reduce el marco de acción del ente emisor, para encontrar la simbiosis entre la composición de estructura según moneda y control de inflación, es necesario que exista volatilidad en el tipo de cambio y tasas reales positivas que estimulen la inversión en moneda local y mengüen la especulación o arbitraje de tasas de interés.

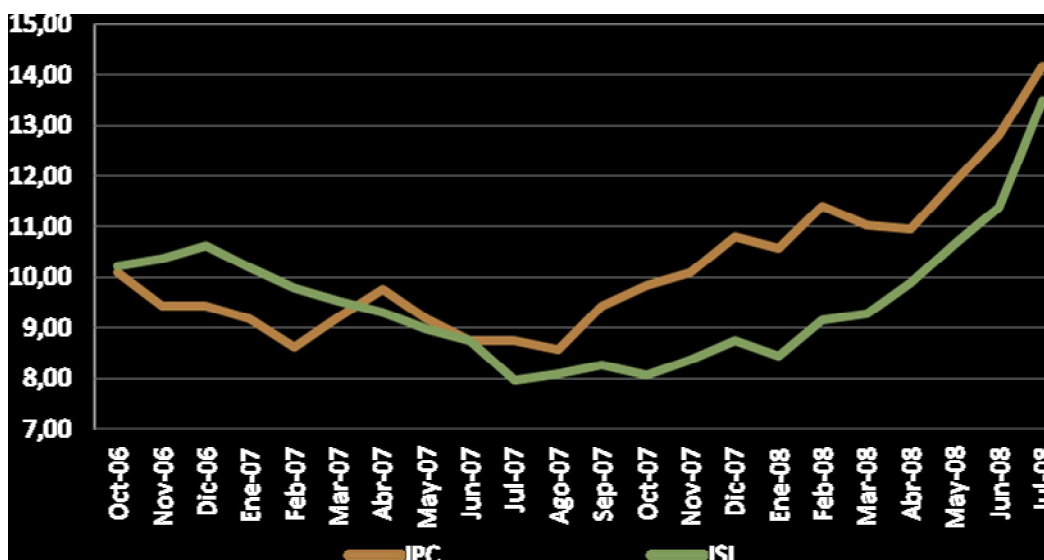
En lo que sigue se describirá más detalladamente, el desempeño de la inflación, objetivo principal del Banco Central.

G. Inflación

Como se ha discutido en secciones anteriores, la aplicación del régimen de bandas cambiarias es parte del proceso de migración hacia metas de inflación. Por tanto, el objetivo primario del Banco Central es la meta de inflación, a su vez el éxito en la consecución de esta se basa en anclar las expectativas de los agentes económicos entorno a la meta de inflación definida.

A continuación, se realiza un análisis del comportamiento del índice de precios al consumidor y el índice subyacente de inflación en función de la meta de inflación establecida por el Banco Central.

Gráfico 15. Costa Rica. Variación Interanual de Índices de Precios. Octubre 2006 – Julio 2008



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

1. Índice de Precios al Consumidor

El Programa Monetario para el 2006 planteó una meta de inflación de 11%, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). A diciembre del 2006 el IPC registro un 9,4%, 1.6 pp. inferior a la meta fijada. La disminución observada obedeció a los siguientes factores: la reducción del efecto de choques de oferta externos e internos, la menor devaluación del colón respecto al dólar estadounidense, y el comportamiento a la baja de las expectativas inflacionarias. Adicionalmente, la disciplina fiscal observada en el 2006 contribuyó a reducir las presiones sobre la demanda agregada de la economía.⁵⁷

Para el 2007, el Programa Macroeconómico definió una meta de inflación del 8%, no obstante, el comportamiento del IPC no fue favorable, a diciembre del 2007, este indicador alcanzó un 10.8%, mostrando una desviación de 2,8pp. respecto al objetivo inflacionario planteado por el Banco Central. Este incremento en los precios estuvo determinado en primer lugar por el incremento en los precios de materias primas importadas (precios de petróleo y granos), en segundo término por las presiones de demanda interna reflejo del incremento en el crédito que expandió el consumo

⁵⁷ Según **Memoria Anual 2006**. BCCR – marzo 2007.

interno y por último la indexación inflacionaria manifestada en los ajustes salariales, fijación de tarifas y consecuentemente, en las expectativas inflacionarias. Al respecto cabe indicar que la menor devaluación del colón observada en 2007, con el tipo de cambio pegado al piso de la banda, permitió que los factores antes mencionados no se agravaran.

En el 2008 el Banco Central estableció una meta de inflación del 8%, con un rango de tolerancia de $\pm 1\%$. Respecto al comportamiento observado a julio del 2008, la tasa de variación interanual del IPC alcanzó un 14.2%, tasa superior al dato observado durante el 2007 (8.75%) y a la meta planteada en el Programa Macroeconómico. El alza observada, al igual que durante el 2007 obedece al incremento en precios de las materias primas, el efecto de traspaso de la depreciación del colón, las presiones de demanda interna y la inercia inflacionaria asociada con expectativas crecientes de inflación.

No obstante, debe considerarse que el IPC no excluye los componentes volátiles, por lo que es una medida inflacionaria de corto plazo, el índice subyacente si captura la tendencia de mediano plazo de la inflación, ya que excluye del IPC los bienes y servicios cuyo precio es más volátil, es decir elimina, los factores estacionales.⁵⁸ En el siguiente punto se expone la evolución de este indicador.

2. Índice Subyacente de la Inflación

La inflación subyacente también mostró una tendencia a la baja, registrando un 10.6% en diciembre de ese año, un 27% menor respecto a la obtenida en el 2005. Este comportamiento estuvo determinado al igual que en el caso del IPC por la reducción del efecto de choques de oferta externos e internos.

La tendencia decreciente del ritmo inflacionario subyacente se prolongó hasta julio del 2007. A partir de julio 2007 se observa un nivel de soporte alrededor del 8%, debido a las presiones ocasionadas por la demanda interna al alza. Este comportamiento se exteriorizó en el índice subyacente de inflación de 8.7% a diciembre del 2007, indicando un decrecimiento de 17% con respecto al año previo. Sin embargo, se ubicó 0.7 pp. por encima de la meta de inflación establecida por el Banco Central.

El comportamiento del índice subyacente de inflación mostró una tendencia creciente desde principios del 2006, en julio alcanzó 13.5%, 5.5% superior al

⁵⁸ Según Vindas, Katia y Porras, Alexander. **Algunas medidas del Proceso Inflacionario. El caso costarricense.** BCCR, junio de 1998.

registrado en el 2007. La aceleración observada estuvo determinada principalmente por el incremento en el precio de los alimentos vinculado con el incremento en los precios de materias primas.⁵⁹

Por consiguiente, el desempeño del índice subyacente de inflación evidencia la dificultad de anclar las expectativas inflacionarias, el régimen de bandas cambiarias se seleccionó con el objetivo de otorgar una mayor independencia en el manejo de la política cambiaria y facilitar la aplicación de la política monetaria y el control de inflación. No obstante, el tipo de cambio se ha mantenido pegado en los límites de la banda, restringiendo el margen de acción del Banco Central, tal como se amplía en la siguiente sección.

H. Tipo de Cambio

Tal como se ha mencionado, durante el 2006 hubo una oferta de divisas superior a la demanda, esto ocasionó una apreciación nominal del colón y la intervención del Banco Central para defender el piso de la banda y la acumulación de reservas monetarias. En cuanto al índice de tipo de cambio real (ITCER) con EE.UU. mostró una apreciación real del colón.⁶⁰

El 2007 también presentó una mayor oferta neta de divisas ligada a la disminución en la posición propia en moneda extranjera de los intermediarios cambiarios, esto implicó que el tipo de cambio en el mercado mayorista se mantuviera anclado en el límite inferior de la banda. Según datos del Banco Central, en el 2007 de las operaciones realizadas en el MONEX un 58,8% fue para atender los requerimientos del sector público, mientras el restante 41,2% fue para defender el límite inferior de la banda, constituyéndose en un incremento de las reservas monetarias internacionales (RIN).⁶¹

Considerando dicha situación, en noviembre del 2007, el Banco Central acordó disminuir el piso de la banda, y estableció que el tipo de cambio de intervención de compra se redujera en ₡0.06 y el tipo de cambio de intervención de venta aumentará en ₡0.06 por cada día hábil. Esto buscó evitar la intervención del Banco Central comprando divisas y la monetización resultante de esas compras. No obstante, esto más bien estimuló un fuerte ingreso de capitales al país y una intervención permanente del Banco Central en defensa del piso de la banda hasta

⁵⁹ Según **Memoria Anual 2008**. BCCR – marzo 2009.

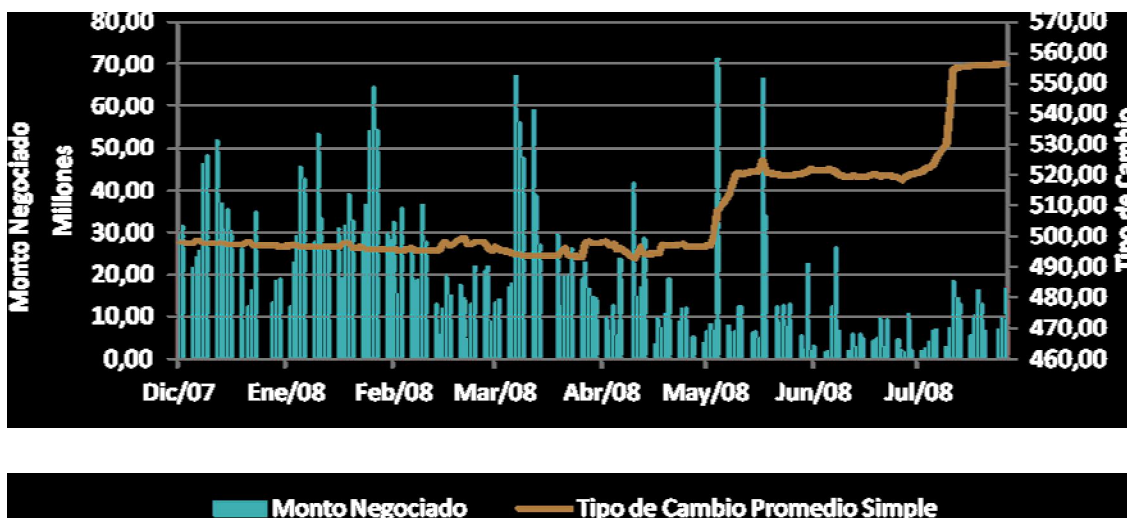
⁶⁰ Según **Memoria Anual 2006**. BCCR – marzo 2007.

⁶¹ Según **Memoria Anual 2007**. BCCR – marzo 2008.

abril del 2008, cuando el mercado mayorista dejó de mostrar excesos de oferta de divisas.

La apreciación nominal del colón y el diferencial inflacionario, conllevo a una apreciación real del colón (ITCER EE.UU.) de 2.45% durante el 2007.⁶²

**Gráfico 16. Costa Rica Tipo de Cambio Promedio y Monto Negociado en MONEX.
Diciembre 2007 – Julio 2008⁶³.**



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

Particularmente, a partir de mayo se observa una depreciación del colón, colocando al tipo de cambio en el límite superior de la banda, lo que ocasionó que el Banco Central iniciara con una participación como vendedor neto de divisas. La depreciación del tipo de cambio se vincula con el aumento del desequilibrio comercial externo y el menor incentivo para el arbitraje debido a la caída en los tipos de interés. El 17 de julio se observa un movimiento abrupto en la cotización de tipo cambio promedio del MONEX, como consecuencia de la reducción de la amplitud de la banda cambiaria acordada por el Banco Central el 16 de julio del

⁶² Ídem.

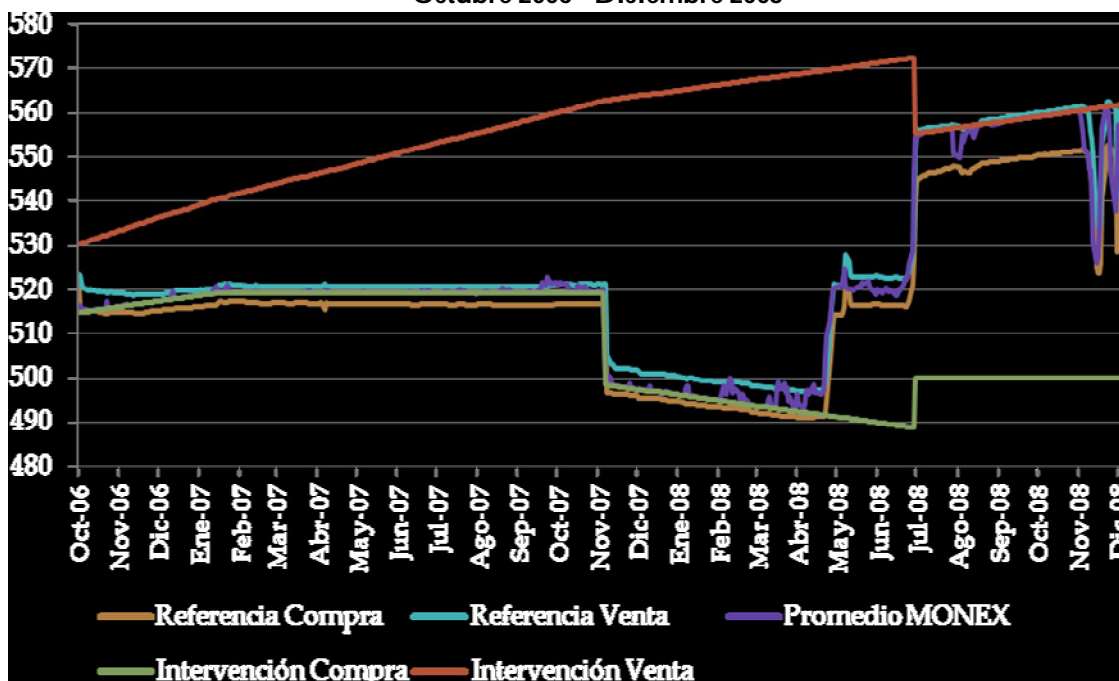
⁶³ "El servicio Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) fue puesto a disposición de las entidades autorizadas y asociadas, a partir de noviembre del 2006. El MONEX se define como el servicio por medio del cual las entidades participantes negocian y liquidan con el BCCR, entre sí, sus operaciones de compra y venta de monedas extranjeras, de conformidad con las disposiciones definidas en el Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado." www.bccr.fi.cr/SINPE/MONEX.html

2008, donde el Banco Central acordó mantener constante el tipo de cambio de intervención de compra y reducir el tipo de cambio de intervención de venta pero mantener el incremento de ₡0.06 por cada día hábil.

Pese a que el tipo de cambio nominal experimento una depreciación, esta fue insuficiente para compensar el diferencial inflacionario y la depreciación nominal, por lo que el ITCER bilateral continuó con apreciación real.

Gráfico 17. Costa Rica. Comportamiento del Tipo de Cambio de Compra y Venta de Referencia del BCCR (US dólar) y del Tipo de Cambio Promedio en MONEX.

Octubre 2006 - Diciembre 2008



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

Las negociaciones del Banco Central en MONEX generan un impacto directo en sus reservas internacionales netas (RIN), a medida que el Banco Central ingresa a MONEX a vender o comprar dólares con el objetivo de recoger o inyectar liquidez a la economía, automáticamente se produce una disminución o aumento de sus RIN, considerando esos factores el Banco Central definió cambios en los parámetros de la banda cambiaria buscando introducir volatilidad al tipo de cambio. No obstante, a partir del comportamiento ex-post a la disminución del piso de la banda que constituyó la primera variación realizada se deduce que fue ineficaz debido a que el tipo de cambio continuó anclado al piso de la banda. Respecto al cambio establecido recientemente, debería igualmente contribuir a la volatilidad y fluctuación del tipo de cambio entorno a la banda cambiaria, para

determinar la efectividad de esta medida debe transcurrir un lapso mayor al analizado en el presente estudio.

El análisis de coyuntura realizado anteriormente brinda un esbozo del comportamiento de la economía durante la primera fase de aplicación de bandas cambiarias, como soporte a este estudio, considerando la relevancia que tienen las expectativas se busca captar la percepción de los agentes económicos, tal como se detalla en el siguiente apartado.

V. Metodología:

La presente investigación busca mediante la metodología de estudio de caso, captar la percepción de los agentes económicos frente a la modificación del régimen cambiario. Tal y cómo lo define el Banco Mundial, *“Un estudio de caso es un método de aprendizaje acerca de una situación compleja; se basa en el entendimiento comprensivo de dicha situación el cual se obtiene a través de la descripción y análisis de la situación la cual es tomada como un conjunto y dentro de su contexto.”*(Morra y Friedlander, 2001). Con base en dicho objetivo se diseñó un cuestionario con el fin de obtener la mayor información posible acerca de la percepción de la nueva política cambiaria, la aplicación de dicho cuestionario se dirige, entonces, hacia aquellos agentes económicos potencialmente afectados.

El diseño del cuestionario se realizó considerando las principales características de cuestionarios con fines similares, tal como los realizados por la División Económica del Banco Central, con el fin de medir las expectativas de variación del tipo de cambio, las tasa de interés y la inflación.

El cuestionario diseñado para la presente investigación, además de contener preguntas sobre expectativas de evolución de variables como el tipo de cambio, la inflación, las tasa de interés y la actividad económica, contiene preguntas refiriéndose al proceso de implementación del régimen cambiario de bandas con el fin de evaluar la credibilidad del Banco Central en este proceso.

La fuente de información para este estudio, se encuentra estratificada de acuerdo al sector productivo al que pertenezca, más adelante se profundizará en este tema. El análisis de los resultados obtenidos se realizará por medio de correspondencia de patrones y construcción de explicaciones a partir de los mismos, esto es, búsqueda de patrones a partir de las respuestas obtenidas en cada una de las preguntas del cuestionario.

A. Estudio del caso

1. Elaboración del Cuestionario

Para la elaboración del cuestionario se consideraron una serie de variables de interés de acuerdo a los objetivos planteados. Estas variables son inflación, tipo de cambio, régimen cambiario, tasas de interés, actividad económica y credibilidad del Banco Central.

2. Método de Recolección de la Información

El método de recolección de la información es electrónico, por medio de Internet, específicamente haciendo uso del programa informático disponible en la página www.encuestafacil.com. Esta provee un programa informático que permite la creación de un cuestionario y la aplicación de este a través del envío por medio de correo electrónico, además los resultados quedan almacenados en los servidores de este portal de Internet. Esta forma de aplicación del cuestionario se eligió por las siguientes razones:

- Eficiencia en el proceso de entrega de los cuestionarios. El envío se realiza de forma masiva a los correos electrónicos de las personas entrevistadas, además se puede realizar la cantidad de envíos necesarios para obtener el tamaño de muestra.
- Facilidad para responder por parte de las personas encuestadas. Al ser un medio electrónico, el cuestionario se encuentra disponible a todo momento.
- Simplicidad en la recolección de resultados. Los resultados son almacenados en los servidores del portal de Internet con la opción de descarga en un archivo CSV utilizable por Excel, SPSS y otros, lo que supone un ahorro de tiempo en la tabulación de los datos.
- Además, esta página permite darle un aspecto más moderno y elegante al cuestionario.

Asimismo, con el fin de depurar el cuestionario se aplica un cuestionario piloto, en la siguiente sección se detalla dicho procedimiento.

3. Cuestionario Piloto⁶⁴

Se realiza un cuestionario piloto o prueba con los siguientes propósitos:

- Revisar la claridad de las instrucciones.
- Evaluar si el cuestionario preliminar proporciona respuestas acordes con los objetivos de la investigación.
- Comprobar la comprensión de las preguntas, tanto en la redacción como en los conceptos y definiciones técnicas utilizadas, para lo cual se incluyó al final del cuestionario una sección de sugerencias y comentarios.
- Conocer la disposición de las personas entrevistadas para responder el cuestionario.
- Medir los tiempos de respuesta por parte de las personas entrevistadas.

⁶⁴ Ver cuestionario piloto en Anexo 1: Cuestionario Encuesta Piloto

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

- Evaluar el método elegido para la aplicación del cuestionario y la recolección de los resultados.

La aplicación del cuestionario piloto inició en la última semana de Mayo del 2008, más específicamente el Martes 27 y finalizó el Martes 17 de Junio de este mismo año y se aplicó a 67 personas. Esta muestra incluía estudiantes, académicos, funcionarios públicos, funcionarios de instituciones financieras, profesionales de la construcción, consultores, y funcionarios del sector industrial y agroindustrial.

Los resultados aportados por la aplicación del cuestionario piloto son los siguientes:

Tabla 1. Resultados de Encuesta Piloto

Estado de la Encuesta	Sector Empresarial	Datos	
		Resultados	Porcentaje del Total
Contestando	Académico	1	1,49%
	Agroindustria	1	1,49%
	Construcción	1	1,49%
	Estudiante	3	4,48%
	Financiero	3	4,48%
Total Contestando		9	13,43%
Cuestionario abandonado	Consultores	1	1,49%
	Financiero	1	1,49%
	Gobierno	1	1,49%
Total Cuestionario abandonado		3	4,48%
Cuestionario finalizado	Consultores	4	5,97%
	Estudiante	2	2,99%
	Financiero	6	8,96%
	Gobierno	5	7,46%
	Industria	1	1,49%
Total Cuestionario finalizado		18	26,87%
Sin respuesta	Académico	6	8,96%
	Consultores	1	1,49%
	Estudiante	6	8,96%
	Financiero	6	8,96%
	Gobierno	15	22,39%
	Industria	3	4,48%
Total Sin respuesta		37	55,22%
Total general		67	100,00%

Donde, los criterios son,

- **Contestando:** la persona entrevistada no ha llegado a pulsar "Fin" en la última página.
- **Cuestionario Abandonado:** no se ha concluido con éxito la encuesta, se ha pulsado el botón "Abandonar".
- **Cuestionario finalizado:** Se ha concluido con éxito la encuesta. (Ha llegado a la última página y ha pulsado "Fin").
- **Sin respuesta:** No se ha concluido con éxito la encuesta, se ha pulsado el botón "Abandonar".

Solamente el 26,87% de los cuestionarios fue finalizado, lo que supone un 73,13% de no respuesta.

A partir de los resultados anteriores y las recomendaciones obtenidas se hicieron los siguientes cambios en el cuestionario:

- Se eliminaron preguntas complementarias al tema, que no eran del todo necesarias para cumplir con el objetivo de la encuesta.
- Se realizó un reacomodo de las preguntas, ubicando las de mayor importancia al inicio del cuestionario.
- Se realizaron cambios en la redacción de algunas preguntas para facilitar su comprensión.
- Por último, se trasladaron todas las preguntas a una sola página web, con el fin de que el paso de las páginas no ahuyentara al encuestado.⁶⁵

En la siguiente sección se detalla la estructura del cuestionario definitivo.

4. Cuestionario Definitivo⁶⁶

El nuevo cuestionario tiene un total de 14 preguntas, a continuación se resume mediante una tabla la variable de investigación y variable operativa, así como el tipo y número de pregunta.

⁶⁵ En la encuesta piloto cada subtema del cuestionario tenía una página Web designada, al terminar una daba paso a la siguiente.

⁶⁶ Ver cuestionario definitivo en Anexo 3

Tabla 2. Estructura del Cuestionario

Variable de Interés	Variable Operativa	Pregunta del Cuestionario	Tipo de Pregunta
Régimen de Bandas Cambiarias	Calificación de la Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias	P1	Cerrada
Régimen de Bandas Cambiarias	Razones de Calificación de la Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias	P2	Abierta
Transparencia y Comunicación con los agentes	Calificación de la información brindada por el BCCR	P3	Cerrada
Límites de Bandas Cambiarias	Opinión de los ajustes realizados a los límites de las Bandas	P4	Cerrada
Régimen Cambiario	Régimen Cambiario adecuado para Costa Rica	P5	Cerrada
Inflación	Control de Inflación y Bandas Cambiarias	P6	Cerrada
Inflación	Razones Control o no de la Inflación	P7	Cerrada
Papel del BCCR	Credibilidad de Meta de Inflación y Defensa de Bandas Cambiarias	P8	Cerrada
Impacto	Impacto sobre la Actividad Económica	P9	Cerrada
Impacto	Razones Impacto	P10	Abierta
Impacto	Estrategia adoptada en caso de impacto negativo	P11	Cerrada
Expectativa de tipo de cambio	Valor esperado de tipo de cambio	P12	Cerrada
Expectativa de inflación	Inflación interanual medida por el IPC	P13	Cerrada
Tasa de interés	Expectativa de tasas de interés	P14	Cerrada

Adicionalmente se solicitó a los encuestados información personal (Nombre, empresa en la labora, puesto, correo electrónico), con el fin de identificar al participante.

5. Aplicación del Cuestionario Definitivo

Debido al tema económico del caso de estudio se eligió aplicar el cuestionario a cinco sectores específicos de la economía costarricense, estos son: Industrial, Tecnología, Agroindustria, Turismo, Financiero y Consultores.

A partir de lo anterior se procedió a la búsqueda de contactos en distintos medios. Se consultó el Ranking de las 500 empresas de EKA, las bases de afiliados de la Cámara de Turismo de Costa Rica (CANATUR), Cámara de Industrias de Costa Rica, y otros medios.

A partir de dicha consulta se obtuvieron los siguientes contactos:

Tabla 3. Contactos según sector Empresarial

Sector	Contactos Obtenidos	Porcentaje del Total
Agroindustria	9	4,95%
Consultores	15	8,24%
Financiero	32	17,58%
Industria	38	20,88%
Tecnologico	8	4,40%
Turismo	80	43,96%
Total general	182	100,00%

Una vez obtenida la lista de contactos se procede a remitir el cuestionario según lo expuesto en el apartado titulado método de recolección de información.

La aplicación del cuestionario definitivo inició el Lunes 14 de Julio de 2008 y finalizó el Miércoles 15 de Octubre de ese mismo año.

6. Nivel de respuesta en medios electrónico

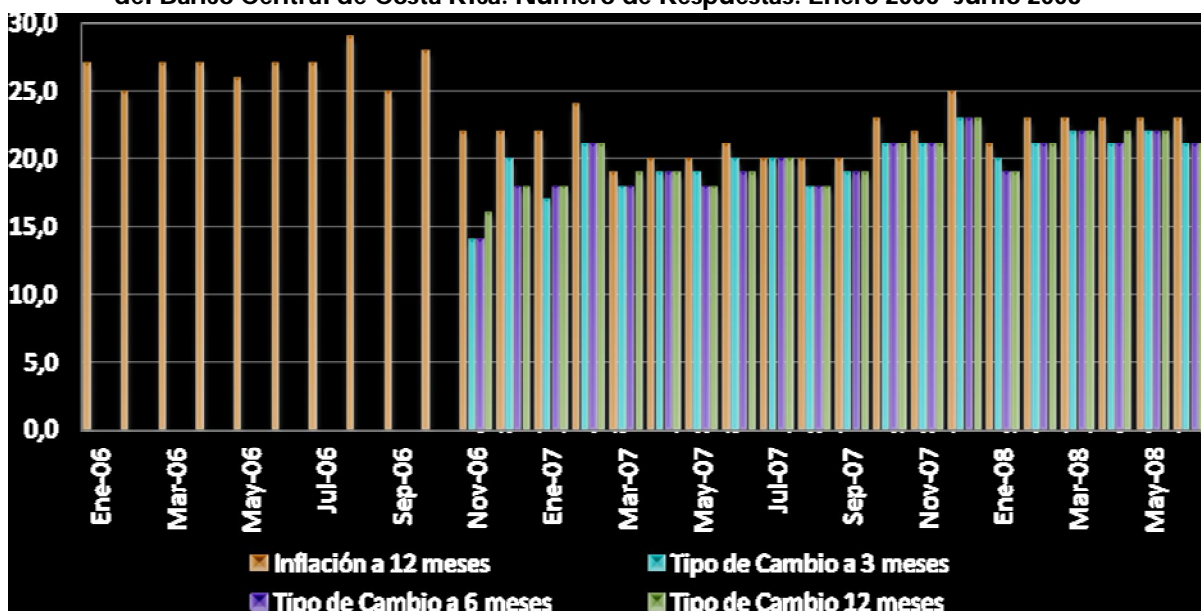
Según Sheehan (2001), son cinco los factores que influyen en los niveles de respuesta de investigaciones hechas usando medios electrónicos como Internet y el correo electrónico, estas son: el año en que el estudio es efectuado, el número de preguntas del cuestionario, el número de pre-notificaciones en los contactos, el seguimiento que se realiza a los contacto y la relevancia del tema.

Además, según el sitio de Internet peoplepulse.com los niveles de respuesta en una encuesta pueden ser mayores al 85%(alrededor de 43 respuestas por cada 50 cuestionarios enviados) cuando se ofrece algún incentivo por responder el cuestionario. Sin embargo, cuando no se ofrece ninguna clase de incentivo los niveles de respuesta pueden caer a niveles del 2%(alrededor de 1 respuesta por cada 50 cuestionarios enviados).

En el **Anexo 4** se muestra una serie de investigaciones junto con el nivel de respuesta de cada una de ellas, es necesario hacer notar que aunque el nivel de respuesta promedio de estas investigaciones es 39,72%, la desviación estándar es 25,19%, lo que muestra la variabilidad en los niveles de respuesta.

Otro punto a tomar en cuenta es el número de respuestas de las encuestas de expectativas de inflación y variación del tipo de cambio realizadas por el Banco Central de Costa Rica, las mismas se muestran en el Gráfico 18.

Gráfico 18. Costa Rica. Encuestas de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de cambio del Banco Central de Costa Rica. Número de Respuestas. Enero 2006- Junio 2008



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

Así mismo, en la Tabla 4 se muestra el promedio de respuestas recibidas en cada encuesta, así como la desviación estándar de cada una de ellas. En esta tabla es posible observar como las repuestas han permanecido alrededor de 19, con una desviación estándar baja, alrededor de 2,00.

Tabla 4. Costa Rica. Encuesta de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de cambio del Banco Central de Costa Rica. Promedio y Desviación Estándar del Número de Respuestas. Enero 2006-Junio 2008

Estadístico	Expectativa			
	Inflación a 12 Meses	Tipo de Cambio a 3 meses	Tipo de Cambio a 6 meses	Tipo de Cambio 12 meses
Promedio	23,5	19,9	19,7	19,9
Desviación Estándar	2,81	2,03	2,06	1,81

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

VI. Análisis de Resultados

En la aplicación definitiva del cuestionario se obtuvo un nivel de respuesta del 12,09% equivalente a 22 cuestionarios finalizados exitosamente. Este número de respuestas es acorde con los resultados obtenidos en la aplicación de la encuesta mensual de expectativas de inflación y variación del tipo de cambio del BCCR, donde, el promedio de respuestas es de 21,01 con una desviación estándar de 2,85 tal como se mencionó en el apartado anterior (ver Tabla 4)

Pese a que el número de respuestas alcanzadas en la aplicación del cuestionario definitivo no son significativas para realizar inferencia estadística, los resultados obtenidos permiten intuir la percepción de algunos sectores económicos claves definidos a partir de la necesidad de contar con un criterio fundamentado en la toma de decisiones en cuanto al comportamiento de las variables evaluadas.

Tabla 5. Resultados del Envío de los Cuestionarios

	Casos	Porcentaje
Cuestionario finalizado	22	12,09%
Consultores	3	1,65%
Financiero	8	4,40%
Industria	5	2,75%
Tecnologico	1	0,55%
Turismo	4	2,20%
Agroindustria	1	0,55%
Sin respuesta	160	87,91%
Consultores	12	6,59%
Financiero	24	13,19%
Industria	33	18,13%
Tecnologico	7	3,85%
Turismo	76	41,76%
Agroindustria	8	4,40%
Total general	182	100,00%

A. Calificación del Proceso de Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias

Con respecto a la calificación del proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias, el 22.73% de los casos considera que la implementación del régimen ha sido insuficiente (malo ó pésimo), mientras, el 54.55% calificó dicha implementación como buena o muy buena.

Respecto a la percepción del régimen de bandas cambiarias por sector se establece que:

- Del 100% del sector turismo 25% califica la implementación como mala y el restante 75% como muy buena.
- Del 100% del sector académico 33.33% califica la implementación como mala y el restante 66.67% como buena.
- Del 100% del sector industrial 20% califica la implementación como mala, 20% como regular, 20% como buena y 40% como muy buena.
- Del 100% del sector financiero 12.50% califica la implementación como pésima, 12.50% como mala, 37.50% como regular y 37.50% como buena.

Es importante establecer que la mayor disconformidad se presenta en el sector financiero, ya que, de todos los sectores este es el único que asigna una calificación de pésimo al proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias. Dentro de las razones de esta calificación encontramos que este sector considera que no se poseen los instrumentos de cobertura necesarios y existe manipulación del mercado cambiario por parte de grandes participantes y un riesgo alto ante shocks externos.

Adicionalmente, el sector financiero es uno de los más vulnerables ante la volatilidad del tipo de cambio, ya que una proyección incorrecta del tipo de cambio implica pérdidas significativas para la entidad financiera.

No obstante, es importante considerar que pese a que el resto de los sectores no indican la calificación pésima, si muestran su disconformidad pues ningún caso reveló la máxima calificación positiva (Top Box)⁶⁷.

Lo mencionado anteriormente se muestra a continuación:

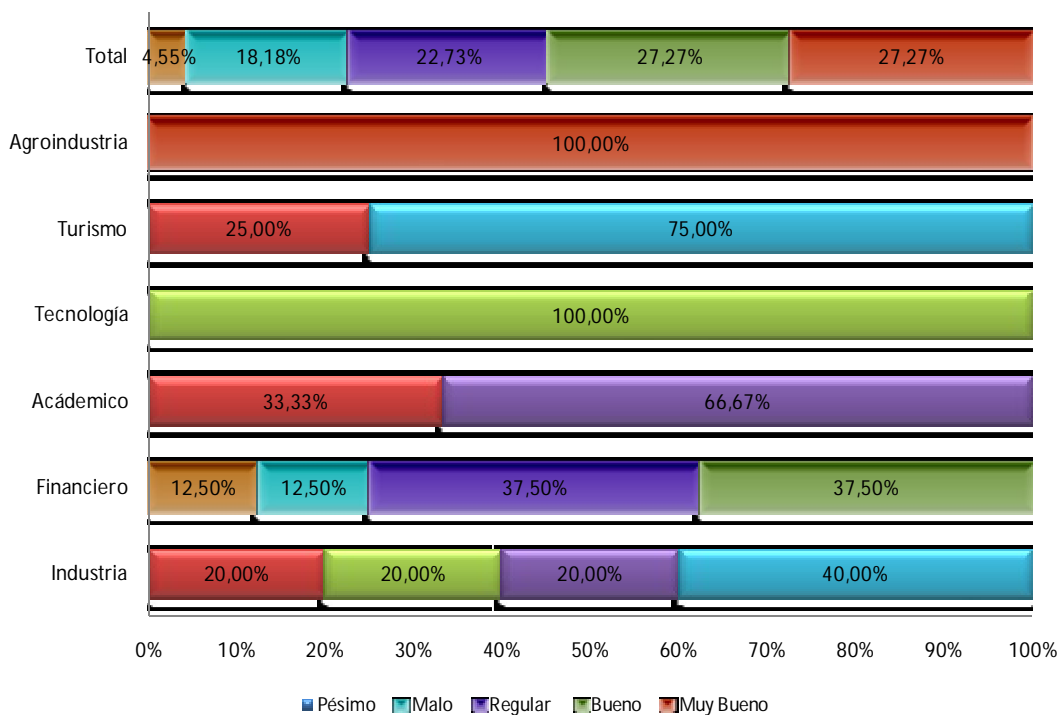
⁶⁷ El Top Box corresponde a la calificación máxima o mínima dentro de una escala Likert.

Tabla 6. Distribución de la muestra según Calificación del Proceso de Implementación.

Sector Empresarial	Frecuencia	Porcentaje	Frecuencia Acumulada
Pésimo	1	4,55	4,55
Malo	4	18,18	22,73
Regular	5	22,73	45,45
Bueno	6	27,27	72,73
Muy Bueno	6	27,27	100,00
Total	22	100,00	

Calificación	Positiva	Negativa
Top Box	0,00	4,55

Gráfico 19. Calificación del Proceso de Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias, según sector



Las calificaciones mencionadas por los participantes se fundamentan en las siguientes razones:

Tabla 7. Razones y Calificaciones del Proceso de Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias

Calificación del Proceso de Implementación	Razones:
Pésima	1) El mercado cambiario de CR es muy pequeño para que haya flotación. Cualquier participante grande lo puede manipular. Además, la economía está tan integrada con el exterior que cualquier shock externo la impacta fuertemente sin posibilidad de que el BCCR pueda actuar apropiadamente.
Mala	1) Al permitir una banda tan amplia, los niveles de riesgo cambiarios que fueron introducidos fueron muy elevados, en un mercado que había perdido la familiaridad y que no tenía los instrumentos financieros para enfrentarlos. Además, la potencial ganancia por especular se hizo muy tentadora, multiplicando el volumen del mercado. Finalmente, creo que los cambios que se hicieron en noviembre se sustentaban en una interpretación completamente incorrecta de cómo reaccionaría el mercado. 2) El mercado está manejado por pocos jugadores. Esto no da credibilidad al sistema. 3) Las bandas nunca funcionaron adecuadamente. 4) No conduce a la formación de un Tipo de Cambio congruente con los Fundamentales de la economía, más bien permite la formación de nichos de negocio para algunos sectores.
Regular	1) Creo que faltó información y alguna de la que se brindó causó imprecisiones en las conductas de los agentes económicos. Además, el hecho de primero irse al límite inferior y luego al límite superior sigue indicando el carácter especulativo en el país y el peso de la participación del Banco Central. 2) Falta de información a los agentes participantes e información privilegiada para algunos. 3) Hay mucha incertidumbre. 4) Le faltó coordinar a los teóricos con los encargados de ejecutarla. Yo creo que faltó comunicación a lo interno. 5) Los agentes económicos ya tenían incorporado este cambio en sus expectativas, sin embargo las condiciones iniciales de implementación no se adecuaban a la coyuntura económica de ese momento.
Buena	1) Considero que es el paso lógico a seguir luego del régimen de mini devaluaciones. 2) Considero que es una herramienta buena para el país. En países como Chile les ha dado buenos resultados. Quizás al principio no la comprendamos, sin embargo en el largo plazo los resultados deben de notarse. 3) Debieron tener listas las coberturas cambiarias también. 4) Es un método que introduce regulación en sector monetario y/o financiero. 5) Ha sido ordenado, sin embargo, se ha encontrado con algunos contratiempos. 6) La transición del sistema de minidevaluaciones al sistema actual no produjo cambios drásticos en las expectativas de los consumidores.
Muy Buena	1) El proceso al menos fue bastante bien organizado. 2) Eliminó el riesgo cambiario para el BCCR y a los inversionistas, deudores, exportadores e importadores. 3) Es una forma de acercar el régimen cambiario al mercado libre de divisas dejando algún control en manos del banco central. 4) Porque establece límites temporales que retienen la depreciación. Ha sido el mejor intento de los últimos años. 5) Porque fue inmediato y no dio espacio a la especulación. 6) Si bien es cierto en estos momentos el dólar está subiendo con respecto al colón, el sistema de bandas ha permitido un mayor amortiguamiento de la inflación, una mayor estabilidad, ya que ha permitido al banco central responder y planificar mejor la política económica, ligado a un mayor poder de intervención.

B. **Calificación de la información brindada por el BCCR**

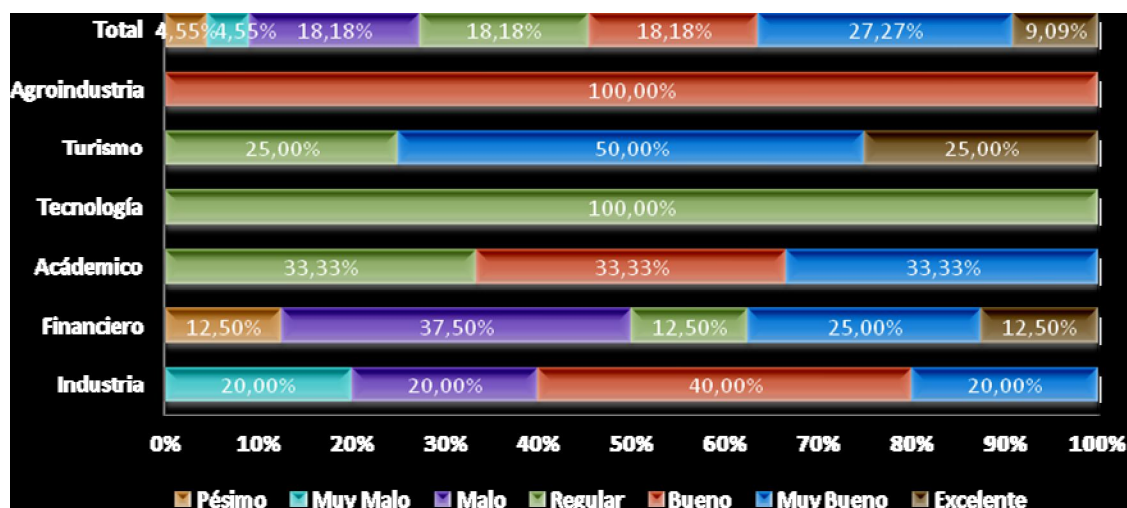
En cuanto a la calificación de la información brindada por el BCCR tenemos que el 27.28% considera deficiente la información brindada por el BCCR, el 18.18% calificó como regular este aspecto y el restante 54.54% valoró la información brindada como buena, muy buena o excelente.

Respecto a la calificación de la información brindada por el BCCR según sector tenemos que:

- Del 100% del sector turismo 25% califica la información brindada como regular, 50% como muy buena y 25% como excelente.
- Del 100% del sector académico 33.33% califica la información brindada como regular, 33.33% como buena y 33.33% como muy buena.
- Del 100% del sector industria 20% califica la información brindada como muy mala, 20% como mala, 40% como buena y 20% como muy buena.
- Del 100% del sector financiero 12.50% califica la información brindada como pésima, 37.50% como mala, 12.50% como regular, 25% como muy buena y 12.50 como excelente.

Esto se evidencia en seguida:

Gráfico 20. Calificación de la información Brindada por el Banco Central de Costa Rica, según Sector



Por lo tanto, comparando la Calificación del Proceso de Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias y la Calificación de la Información Brindada por el BCCR se determinó que si hay una relación directa entre ambos aspectos.

En estos casos en particular destacan el sector industrial y el financiero, pues:

- Del sector industrial el 20% que calificó el proceso de implantación como malo considera que la información brindada es muy mala, por su parte, el 60% que calificó el proceso de implementación como bueno o muy bueno considera que la información brindada es buena o muy buena.
- Del sector financiero el 12.50% que calificó el proceso de implementación como pésimo considera que la información brindada es pésima, mientras, el 37.50% que calificó el proceso como bueno considera que la información brindada es muy buena o excelente.

Lo anterior evidencia como las calificaciones del proceso de implementación de las bandas cambiarias se encuentran influenciadas por la información que ha venido brindado el BCCR.

C. Ajustes hechos a la banda

En cuanto a las opiniones de los ajustes hechos a la banda superior tenemos que el 27.27% considera que los ajustes debieron ser mayores, el 36.36% establece que los ajustes debieron ser menores y un 22.73% opina que los ajustes realizados fueron adecuados.

Por su parte, con relación a los ajustes realizados a la banda superior según sector tenemos que:

- Del 100% del sector industrial 40% menciona que los ajustes a la banda superior debieron haber sido mayores, 20% considera que debieron haber sido menores y un 40% considera que fueron adecuados.
- Del 100% del sector financiero 12.50% menciona que los ajustes a la banda superior debieron haber sido mayores, 62.50% considera que debieron haber sido menores, 12.50% considera que fueron adecuados y el restante 12.50% no sabe o no responde.
- Del 100% del sector académico 66.67% menciona que los ajustes a la banda superior debieron haber sido mayores y 33.33% considera que debieron haber sido menores.
- Del 100% del sector turismo 25% menciona que los ajustes a la banda superior debieron haber sido menores, 25% considera que fueron adecuados y el restante 50% no sabe o no responde.

Por otro lado, al considerar las opiniones de los ajustes hechos a la banda inferior tenemos que el 22.73% considera que los ajustes debieron ser mayores, el 40.91% establece que los ajustes debieron ser menores y un 22.73% opina que los ajustes realizados fueron adecuados.

En cuanto a los ajustes realizados a la banda inferior según sector tenemos que:

- Del 100% del sector industrial 40% menciona que los ajustes a la banda inferior debieron haber sido mayores, 20% considera que debieron haber sido menores y un 40% considera que fueron adecuados.
- Del 100% del sector financiero 12.50% menciona que los ajustes a la banda inferior debieron haber sido mayores, 62.50% considera que debieron haber sido menores, 12.50% considera que fueron adecuados y el restante 12.50% no sabe o no responde.
- Del 100% del sector académico 66.67% menciona que los ajustes a la banda inferior debieron haber sido mayores y 33.33% considera que debieron haber sido menores.
- Del 100% del sector turismo 25% menciona que los ajustes a la banda inferior debieron haber sido menores, 25% considera que fueron adecuados y el restante 50% no sabe o no responde.

En seguida se muestra lo antes detallado:

Tabla 8. Opinión acerca de los ajustes hechos a las bandas según sector empresarial

Ajustes hechos a la banda superior	Sector Empresarial						
	Industria	Financiero	Académico	Tecnología	Turismo	Agroindustria	Total
	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo
Mayor	40.00%	12.50%	66.67%	100.00%	0.00%	0.00%	27.27%
Menor	20.00%	62.50%	33.33%	0.00%	25.00%	0.00%	36.36%
Igual	40.00%	12.50%	0.00%	0.00%	25.00%	100.00%	22.73%
NS/NR	0.00%	12.50%	0.00%	0.00%	50.00%	0.00%	13.64%

Ajustes hechos a la banda inferior	Sector Empresarial						
	Industria	Financiero	Académico	Tecnología	Turismo	Agroindustria	Total
	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo
Mayor	40.00%	12.50%	66.67%	0.00%	0.00%	0.00%	22.73%
Menor	20.00%	62.50%	33.33%	100.00%	25.00%	0.00%	40.91%
Igual	40.00%	12.50%	0.00%	0.00%	25.00%	100.00%	22.73%
NS/NR	0.00%	12.50%	0.00%	0.00%	50.00%	0.00%	13.64%
Total	22.73%	100.00%	13.64%	100.00%	18.18%	100.00%	100.00%

Adicionalmente, comparando los ajustes realizados a las bandas (inferior y superior) y la Calificación del Proceso de Implementación del Régimen se establece que:

- El 4.55% de casos que clasificaron como pésimo el proceso de implementación consideran que los ajustes hechos a la banda inferior debieron haber sido mayores.
- De los casos que calificaron como malo el proceso de implementación un 9.09% considera que los ajustes hechos a la banda inferior debieron haber sido mayores y un 9.09% establece que los ajustes debieron haber sido menores.
- De los casos que calificaron como bueno el proceso de implementación un 9.09% considera que los ajustes hechos a la banda inferior debieron haber sido mayores, 9.09% menciona que debieron haber sido menores, 4.55% considera que fueron adecuados y 4.55% no sabe o no responde.
- De los casos que calificaron como muy bueno el proceso de implementación un 18.18% están de acuerdo con los ajustes hechos a la banda inferior y un 9.09% no sabe o no responde.
- El 4.55% de casos que clasificaron como pésimo el proceso de implementación consideran que los ajustes hechos a la banda superior debieron haber sido mayores.
- De los casos que calificaron como malo el proceso de implementación un 4.55% considera que los ajustes hechos a la banda superior debieron haber sido mayores, un 9.09% establece que los ajustes debieron haber sido menores y un 4.55% considera que fueron adecuados.
- De los casos que calificaron como bueno el proceso de implementación un 13.64% considera que los ajustes hechos a la banda superior debieron haber sido mayores, un 4.55% establece que los ajustes debieron haber sido menores, un 4.55% considera que fueron adecuados y un 4.55% no sabe o no responde.
- De los casos que calificaron como muy bueno el proceso de implementación un 4.55% considera que los ajustes hechos a la banda superior debieron haber sido menores, un 13.64% opina que fueron adecuados y un 9.09% no sabe o no responde.

Esto se evidencia en las siguientes tablas:

Tabla 9. Opinión acerca de los ajustes hechos a las bandas según calificación del proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias

Calificación del Proceso de Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias						
Ajuste hechos a la banda inferior	Pésimo	Malo	Regular	Bueno	Muy Bueno	Total
	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo
Mayor	4.55%	9.09%	0.00%	9.09%	0.00%	22.73%
Menor	0.00%	9.09%	22.73%	9.09%	0.00%	40.91%
Igual	0.00%	0.00%	0.00%	4.55%	18.18%	22.73%
NS/NR	0.00%	0.00%	0.00%	4.55%	9.09%	13.64%

Calificación del Proceso de Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias						
Ajuste hechos a la banda superior	Pésimo	Malo	Regular	Bueno	Muy Bueno	Total
	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo	Relativo
Mayor	4.55%	4.55%	4.55%	13.64%	0.00%	27.27%
Menor	0.00%	9.09%	18.18%	4.55%	4.55%	36.36%
Igual	0.00%	4.55%	0.00%	4.55%	13.64%	22.73%
NS/NR	0.00%	0.00%	0.00%	4.55%	9.09%	13.64%

Las cifras anteriores muestran que las opiniones de los ajustes hechos a las bandas no se vieron influenciadas por las calificaciones dadas al proceso de implementación; más bien lo que sí se evidencia es una disconformidad pues un 63.63% del total no está de acuerdo con los ajustes realizados a las bandas.

Sin embargo, existen excepciones a lo antes mencionado, esto se refleja para el caso particular del sector industrial pues el 40% que calificó el proceso de implementación del régimen como muy bueno, es idéntico al porcentaje del sector que estuvo de acuerdo con los ajustes realizados a las bandas por parte del BCCR.

Por su parte, en el sector financiero se cumple el aspecto de que no hay influencia entre las calificaciones otorgadas al proceso de implementación y el ajuste de realizado a las bandas, ya que solo un 12.50% está de acuerdo con los ajustes realizados a las bandas mientras que el porcentaje de calificación positiva en el proceso de implementación fue de 37.50%. Por tanto, la opinión de cuales debieron haber sido los ajustes a las bandas en este sector se relacionan con la maximización de los beneficios a través del tipo de cambio, ya que el 62.50% del mismo opina que los ajustes realizados a las bandas debieron haber sido menores, es decir, expresa una preferencia por estrechez de estos parámetros para así lograr reducir el riesgo cambiario.

D. Régimen Cambiario que debe implementarse en Costa Rica

En cuanto al régimen que debe implementarse en Costa Rica tenemos que el 4.55% establece la opción de volver a minidevaluaciones, el 45.45% indica que se debe mantener la apertura de las bandas, el 9.09% menciona que se debe ampliar el ancho de las bandas, el 13.64% establece que se deben eliminar las bandas y pasar a flotación, y el 27.27% expresa que de la economía se debe dolarizar.

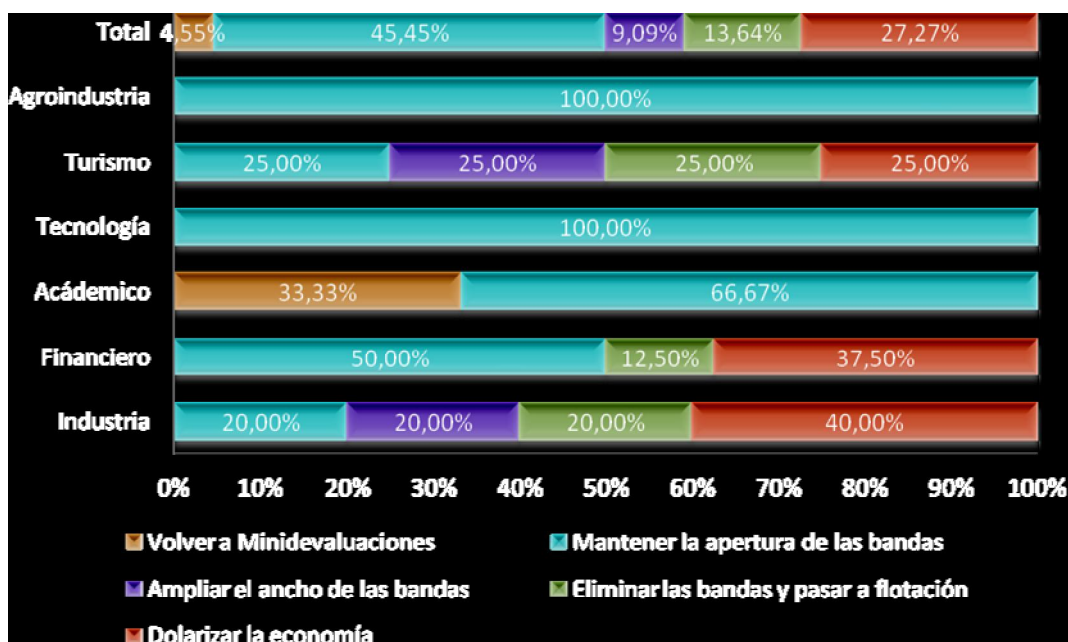
Es decir un 31.82% indica que para la determinación del tipo de cambio debería aplicarse un régimen duro, mientras el restante 59.09% está de acuerdo con mantener un régimen flexible en la economía costarricense.

Referente al régimen que debe aplicarse en Costa Rica según sector tenemos que:

- Del 100% del sector turismo 25% considera que se debe volver a minidevaluación, 25% menciona que se debe ampliar el ancho de las bandas, 25% comenta que se debe eliminar las bandas y pasar a flotación y el otro 25% opina que la economía debe dolarizarse.
- Del 100% del sector académico 33.33% considera que se debe volver a minidevaluaciones y el otro 66.67% opina que se debe mantener la apertura de las bandas.
- Del 100% del sector industria 20% considera que se debe mantener la apertura de las bandas, 20% menciona que se debe ampliar el ancho de las bandas, 20% comenta que se debe eliminar las bandas y pasar a flotación y el otro 40% opina que se debe dolarizar la economía.
- Del 100% del sector financiero 50% considera que se debe mantener la apertura de las bandas, 12.50% menciona que se debe eliminar las bandas y pasar a flotación y el restante 37.50% opina que se debe dolarizar la economía.

Los datos antes mencionados se muestran en el siguiente gráfico:

Gráfico 21. Recomendación de Régimen Cambiario que debe aplicarse en Costa Rica según Sector



Con respecto a la recomendación de dolarización según sector económico, se aprecia que los sectores dentro de los cuales esta opción es más significativa son el industrial y el financiero, esto se atribuye en gran medida al riesgo cambiario que asumen ambos sectores.

Donde el sector industrial ha tenido que introducir la incertidumbre del tipo de cambio en su gestión administrativa y el sector financiero que busca evitar desencadenar negociaciones que pudieran llegar a ser ineficientes debido a las fluctuaciones presentes en el tipo de cambio.

De esta manera, el riesgo cambiario es la principal razón por la cual se plantea la propuesta de dolarización, ya que esta es la que brinda una mayor estabilidad.

Por otra parte, comparando la propuesta de régimen cambiario con la calificación de la implementación del régimen de bandas se observa que:

- Del 100% que calificó como muy bueno el proceso de implementación del régimen de bandas 50% considera que se debe mantener la apertura de las

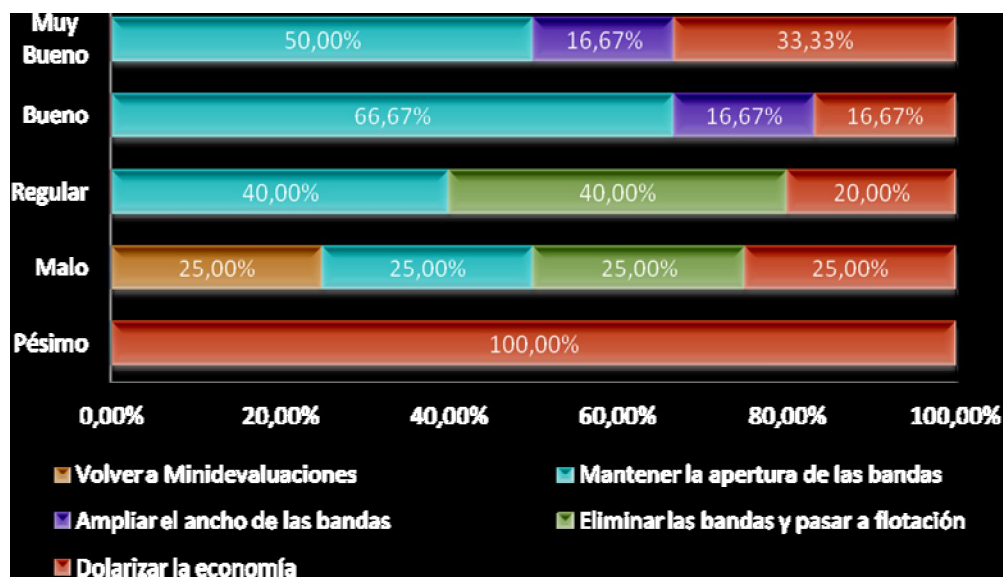
Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

bandas, 16.67% menciona que se debe ampliar el ancho de las bandas y 33.33% opina que la economía debe dolarizarse.

- Del 100% que calificó como bueno el proceso de implementación del régimen de bandas 66.67% considera que se debe mantener la apertura de las bandas, 16.67% menciona que se debe ampliar el ancho de las bandas y 16.67% opina que la economía debe dolarizarse.
- Del 100% que calificó como regular el proceso de implementación del régimen de bandas 40% considera que se debe mantener la apertura de las bandas, 40% menciona que se debe eliminar las bandas y pasar a flotación y 20% opina que la economía debe dolarizarse.
- Del 100% que calificó como malo el proceso de implementación del régimen de bandas 25% considera que se debe volver a minidevaluaciones, 25% menciona que se debe mantener la apertura de las bandas, 25% establece que se debe eliminar las bandas y pasar a flotación y 25% opina que la economía debe dolarizarse.
- Del 100% que calificó como pésimo el proceso de implementación del régimen de bandas 100% opina que la economía debe dolarizarse.

Estas descripciones se representan a continuación:

Gráfico 22. Recomendación de Régimen Cambiario que debe aplicarse en Costa Rica según Calificación del Proceso de Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias



Por lo tanto, la mayoría de los casos que presentan bajas calificaciones al proceso de implementación recomiendan regímenes cambiarios alternativos al de bandas tales como el retorno a las minidevaluaciones, flotación y dolarización, mientras que la mayoría de los casos que establecen calificaciones positivas consideran que debe mantenerse la apertura de las bandas.

De esta manera se concluye que existe en gran medida concordancia entre las calificaciones otorgadas a la implementación del régimen cambiario y el criterio de cual régimen debe implementarse en el país.

E. Permitirán las bandas cambiarias reducir los niveles inflacionarios

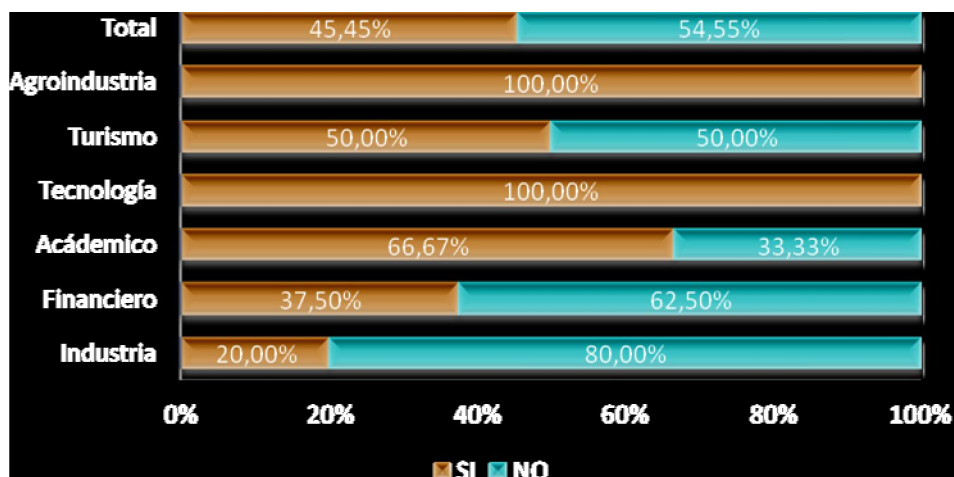
Respecto a si las bandas cambiarias permitirán reducir los niveles inflacionarios encontramos que el 45.45% considera que las bandas cambiarias sí permitirán obtener niveles de inflación inferiores, mientras que, el 54.55% señala lo contrario.

Específicamente, las opiniones según sector se describen a continuación:

- Del 100% del sector turismo 50% considera que sí se lograrán reducir los niveles inflacionarios, mientras que el otro 50% opina que esto no será posible.
- Del 100% del sector académico 66.67% considera que sí se lograrán reducir los niveles inflacionarios, mientras que el otro 33.33% opina que esto no será posible.
- Del 100% del sector financiero 37.50% considera que sí se lograrán reducir los niveles inflacionarios, mientras que el otro 62.50% opina que esto no será posible.
- Del 100% del sector industrial 20% considera que sí se lograrán reducir los niveles inflacionarios, mientras que el otro 80% opina que esto no será posible.

Esto se aprecia en el siguiente gráfico:

Gráfico 23. Permitirán las Bandas Cambiarias reducir los niveles inflacionarios según sector económico



Por tanto, los sectores financiero e industrial son los que destacan en la mayor perspectiva negativa con respecto a las bandas cambiarias como mecanismo para reducir la inflación, lo cual es razonable pues, desde el punto de vista de la actividad productiva, los supuestos de gestión administrativa de estos sectores, se ajustan en función de la expectativa del nivel inflacionario, y esta ha venido presentando un comportamiento al alza.

De esta manera, la perspectiva antes mencionada en estos dos sectores se refuerza el criterio de buscar regímenes cambiarios alternativos, como lo es la dolarización.

Por su parte al comparar la calificación brindada al proceso de implementación de bandas y si este permitirá reducir los niveles inflacionarios tenemos que:

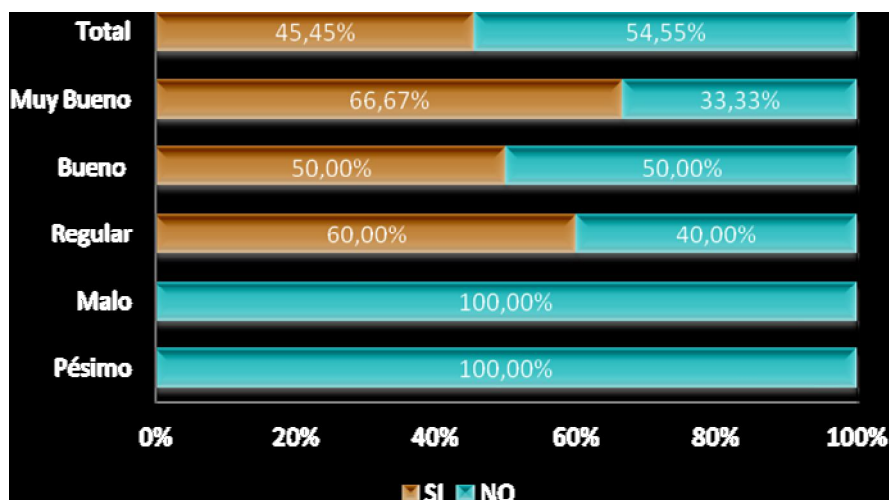
- Del 100% que calificó el proceso de implementación como muy bueno 66.67% considera que este sí permitirá reducir los niveles inflacionarios, el restante 33.33% opina que la reducción no será posible.
- Del 100% que calificó el proceso de implementación como bueno 50% considera que este sí permitirá reducir los niveles inflacionarios, el restante 50% opina que la reducción no será posible.
- Del 100% que calificó el proceso de implementación como regular 60% considera que este sí permitirá reducir los niveles inflacionarios, el restante 40% opina que la reducción no será posible.

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

- El 100% que calificó el proceso de implementación como malo opina que este no permitirá reducir los niveles inflacionarios.
- El 100% que calificó el proceso de implementación como pésimo opina que este no permitirá reducir los niveles inflacionarios.

En seguida se representa lo mencionado con anterioridad:

Gráfico 24. Permitirán las Bandas Cambiarias reducir los niveles inflacionarios según calificación del Régimen de Bandas Cambiarias



Por consiguiente, se establece que para la mayoría de los casos existe una concordancia entre las calificaciones otorgadas al proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias y las expectativas de si este permitirá o no la reducción de los niveles inflacionarios.

Aunado a lo anterior, es importante considerar si existe asociación entre la percepción de que las bandas cambiarias permitirán reducir los niveles inflacionarios y la recomendación de régimen cambiario. Los resultados de este cruce de variables se describen a continuación:

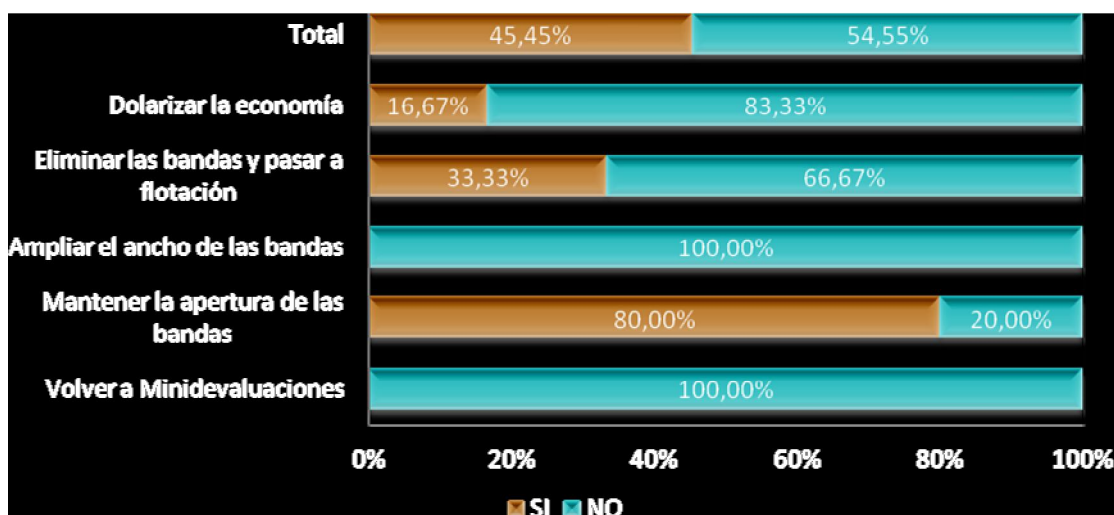
- Del 100% que recomienda dolarizar la economía 83.33% considera que la inflación no se reducirá con el régimen de bandas y el restante 16.67% opina que sí habrá reducción en la inflación.
- Del 100% que recomienda eliminar las bandas y pasar a flotación 66.67% considera que la inflación no se reducirá con el régimen de bandas y el restante 33.33% opina que sí habrá reducción en la inflación.

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

- El 100% que recomienda ampliar el ancho de las bandas considera que la inflación no se reducirá con el esquema actual.
- Del 100% que recomienda mantener la apertura de las bandas 20% considera que la inflación no se reducirá con el régimen y el restante 80% opina que sí habrá reducción de la inflación.
- El 100% que recomienda volver a minidevaluaciones considera que la inflación no se reducirá con el régimen de bandas.

El siguiente gráfico nos muestra lo mencionado con anterioridad:

Gráfico 25. Permitirán las Bandas Cambiarias reducir los niveles inflacionarios según Recomendación de Régimen Cambiario



De esta manera se establece que existe una concordancia pues aquellos que recomienda regímenes alternativos consideran en su mayoría que la inflación no se reducirá, mientras que la mayoría de los que optaron por mantener la apertura de las bandas opinan que la inflación si tenderá a disminuir. Es decir, para los agentes económicos el comportamiento de la inflación es uno de los factores determinantes para la toma de decisiones.

Algunas de las razones por las cuales se determinó si el régimen de bandas permitiría sí o no la reducción de la inflación son:

Tabla 10. Opinión del control de inflación con Bandas Cambiarias y Razones

Se reducirá la inflación con el Sistema de Bandas Cambiarias :	Razones:
Sí	<p>1) Aunque en el entorno actual de convulso comportamiento del precio del petróleo y de los alimentos el sistema no es robusto. 2) Ayuda a controlar el tipo de cambio y evitar especulación que eventualmente puede generar señales equivocadas a los agentes económicos, lo cual puede conllevar a tener en algún momento excesos innecesarios de oferta monetaria y por tanto inflación. 3) En el tanto en que las fuerzas de oferta / demanda del US\$ se equilibren y se minimice la participación del Banco Central en las transacciones, sobre todo de compra de divisas, emisión de colones. 4) Estabiliza un poco, alivia la depreciación del colón. 5) Junto con una política económica adecuada y a largo plazo. 6) La flotación del tipo de cambio es para des-dolarizar a la economía y de lograrlo aumenta la efectividad de la política monetaria. 7) Porque disminuye el subsidio que el estado da al régimen cambiario y se acerca más al mercado de oferta y demanda. 8) Si porque el sistema anterior tenía un factor de inflación. 9) Siempre y cuando el sistema sea adecuado para que las metas de inflación sean alcanzables.</p>
No	<p>1) Al ser una variable que puede ser afectado por ciertos sectores de la economía, como instrumento de Política Monetaria pierde efectividad. 2) En realidad hay muchos factores que influyen en el tema inflacionario. Sin duda alguna el tipo de cambio es uno de los factores, sin embargo no es la fórmula mágica para reducir la inflación. 3) Es solo parte del todo existen otros factores que afectan el nivel inflacionario. 4) Este es solo una de las variables. Deben corregirse otros aspectos de la economía (capitalización del BCCR). 5) Hasta ahora el efecto ha sido el contrario. 6) La incertidumbre provoca mayor inflación. 7) La inflación tiene un componente monetario muy importante que el BCCR no puede eliminar: su déficit. Y esto no tiene absolutamente nada que ver con las bandas. 8) Los niveles inflacionarios deben regularse, en primera instancia, desde las tasas de interés de los bancos. 9) Nunca se va a cumplir los objetivos del central debido a que el mercado cambiario es imperfecto. No puede participar el central como regulador y agente participante a la vez. Además la participación del BNCR distorsiona el mercado por su volumen. 10) Porque el mercado cambiario es manejado por el BNCR y el BCR. 11) Porque la inflación depende de muchos otros factores de consumo, no solo del precio del dólar. 12) Porque, como demostró Krugman hace años, cuando un mercado vive entre bandas de precios, el precio de equilibrio pasa en los límites una fracción desproporcionada del tiempo, y cuando ello ocurre, el precio no está realmente flotando.</p>

F. **Calificación de la Credibilidad en la Meta de Inflación**

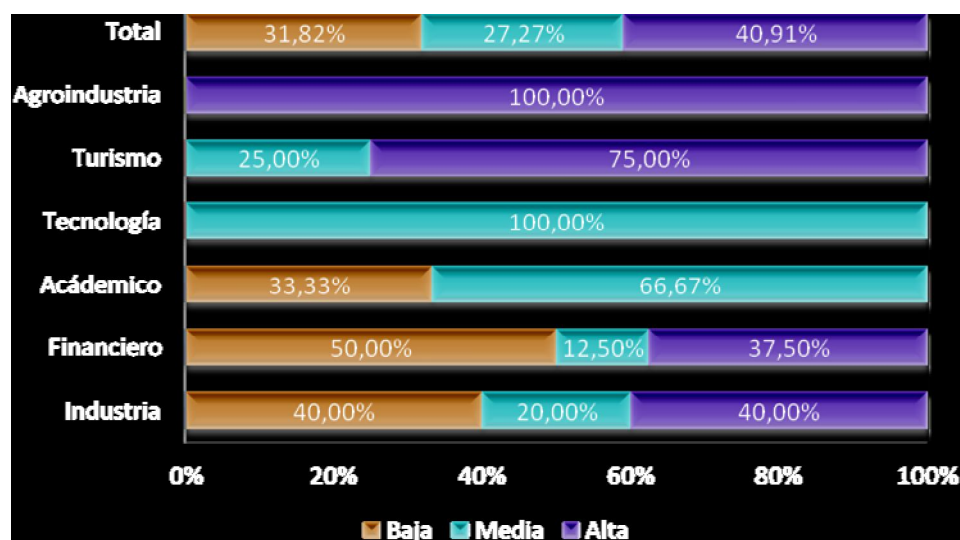
Con respecto a la calificación de la credibilidad en la meta de inflación encontramos que, 31.82% de los casos suministran calificaciones bajas, un 27.27% corresponde a calificaciones medias y un 40.91% proporciona calificaciones altas.

Por su parte, los resultados de este aspecto según sector se detallan a continuación:

- Del 100% del sector turismo, 25% le otorga calificaciones medias a la credibilidad en la meta de inflación y un 75% le proporciona calificaciones altas.
- Del 100% del sector académico, 33.33% le otorga calificaciones bajas a la credibilidad en la meta de inflación y un 66.67% le proporciona calificaciones medias.
- Del 100% del sector financiero, 50% le otorga calificaciones bajas a la credibilidad en la meta de inflación, un 12.50% le proporciona calificaciones medias y un 37.50% le suministra calificaciones altas.
- Del 100% del sector industrial, 40% le otorga calificaciones bajas a la credibilidad en la meta de inflación, un 20% le proporciona calificaciones media y un 40% le suministra calificaciones altas.

Los datos antes expuestos se muestran a continuación:

Gráfico 26. Calificación de la Credibilidad en la Meta de Inflación



En los resultados anteriores se destaca como para el sector financiero si existe una concordancia entre las opiniones suministradas a si se permitirá reducir los niveles inflacionarios con el sistema de bandas y la credibilidad en la meta de inflación, pues el 37.50% que considero que la inflación sí se reducirá coincide en igual porcentaje con los casos que calificaron como alta la credibilidad en la meta de inflación. Es decir, su credibilidad se fundamenta en el buen o mal funcionamiento del sistema cambiario como mecanismo de control de la inflación.

Sin embargo, el sector industrial no muestra tal concordancia pues un 40% opina que tiene una credibilidad alta en la meta de inflación pero solo un 20% considera que si se lograra reducir la inflación con el sistema de bandas. Esto evidencia que para este sector en particular existen otros factores además del tipo de cambio para creer en la meta de inflación.

Lo mismo sucede para el sector turístico pues un 75% le asigna una credibilidad de alta a meta de inflación mientras que solo un 50% considera que si se lograra reducir la inflación con el sistema de bandas.

Es decir, no hay una uniformidad de criterios en todos los sectores por lo que no se puede establecer una relación directa entre si la implementación del régimen de bandas cambiarias permitirá reducir la inflación y la credibilidad en la meta de inflación.

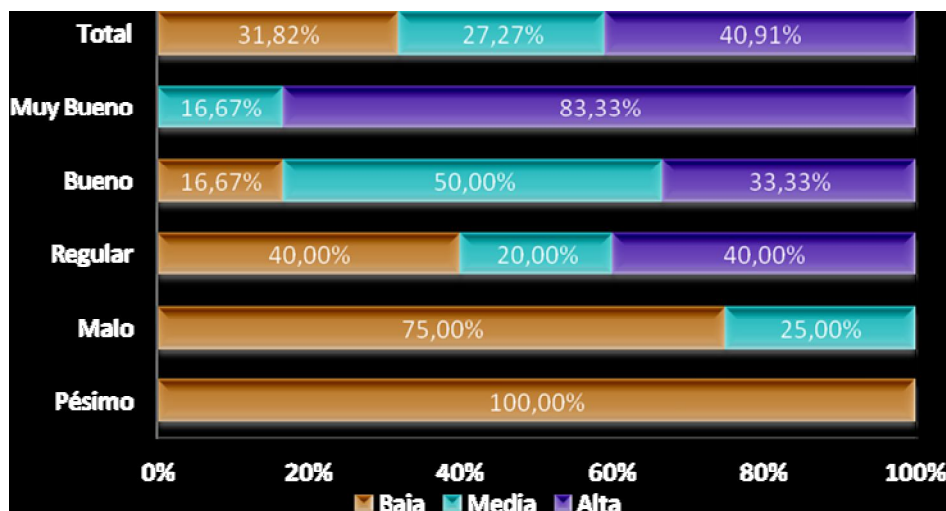
Por su parte, al considerar la credibilidad en la meta de inflación según calificación de la implementación del régimen de bandas cambiarias tenemos que:

- El 100% que calificó el proceso de implementación como pésimo otorgo una calificación baja a la credibilidad de meta de inflación.
- Del 100% que calificó como malo el proceso de implementación, un 75% indico una calificación baja a la meta de inflación y el restante 25% le brindo calificación media.
- El 100% que proporcionaron una calificación regular, el 40% otorgo una calificación baja a la credibilidad en la meta de inflación, mientras otro 40% brindo una calificación alta y un 20% indico una calificación media.
- Del 100% que calificó como bueno el proceso de implementación un 16,67% otorgo una calificación baja a la credibilidad en la meta de inflación, un 50% indico una calificación media y el restante 33,33% una calificación alta.

- El 100% que califico como muy bueno el proceso de implementación un 16,67% otorgo una calificación media a la credibilidad en la meta de inflación y el 83,33% brindo una calificación alta.

Tal como se detalla en el siguiente gráfico:

Gráfico 27. Credibilidad en la Meta de Inflación según Calificación de la Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias



A partir de los resultados anteriores se observa que no existe una asociación clara entre la calificación brindada al proceso de implementación y la credibilidad en la meta de inflación, no obstante, los casos que otorgaron al proceso de implementación la calificación de pésimo y muy bueno sí muestran una relación respecto a la credibilidad en la meta de inflación.

G. Calificación de la Credibilidad en el Proceso de Defensa de las Bandas

Igualmente, utilizando una escala de 1 a 10, donde 1 corresponde a la calificación mínima y 10 a la máxima, se evaluó la credibilidad en el proceso de defensa de las bandas, en los resultados encontramos que 13.64% de los casos otorga calificaciones bajas, 13.64% concede calificaciones medias y 72.73% confiere calificaciones altas.

Referente a la credibilidad en el proceso de defensa de las bandas según sector se evidencia que:

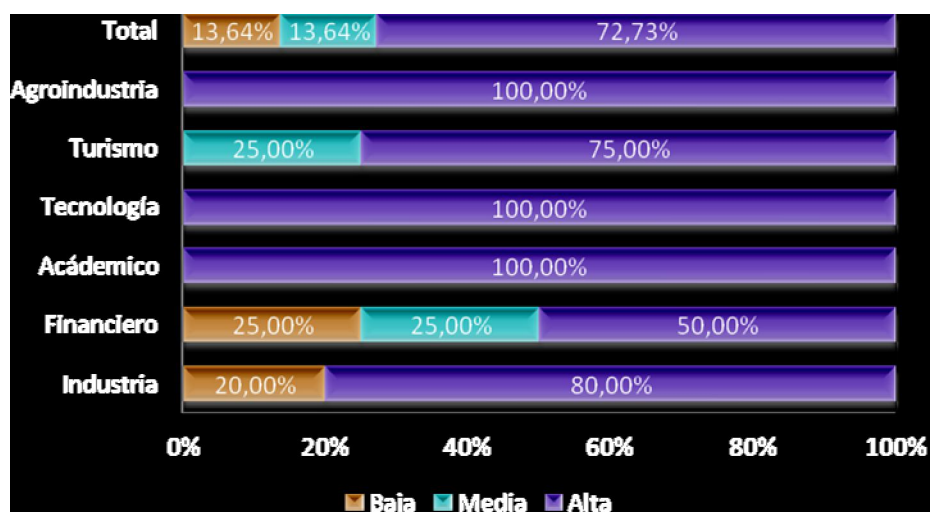
- Del 100% del sector turismo, 25% otorga calificaciones medias al proceso de defensa de las bandas y el restante 75% le concede calificaciones altas.

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

- El 100% del sector académico le otorga calificaciones altas al proceso de defensa de las bandas.
- Del 100% del sector financiero 25% le otorga calificaciones bajas al proceso de defensa de las bandas, 25% le concede calificaciones medias y un 50% le confiere calificaciones altas.
- Del 100% del sector industrial 20% le otorga calificaciones bajas al proceso de defensa de las bandas y el restante 80% le proporciona calificaciones altas.

Estos puntos se visualizan en el siguiente gráfico:

Gráfico 28. Credibilidad en el Proceso de Defensa de la Banda según Sector Empresarial



Los datos anteriores evidencian que un gran porcentaje de los casos le otorgaron calificaciones altas, esto demuestra como existe credibilidad en el proceso de defensa de la bandas como mecanismo de control, pese a no coincidir necesariamente con los ajustes realizados por el BCCR.

Por otra parte, al comparar la credibilidad en el proceso de de defensa de las bandas con las calificaciones otorgadas al proceso de implementación tenemos que:

- El 100% de los casos que calificaron como muy bueno el proceso de implementación del régimen le otorgan calificaciones altas a la credibilidad en el proceso de de defensa de las bandas.
- Del 100% de casos que calificaron el proceso de implementación como bueno, 16.67%% le proporcionan calificaciones medias a la credibilidad en el

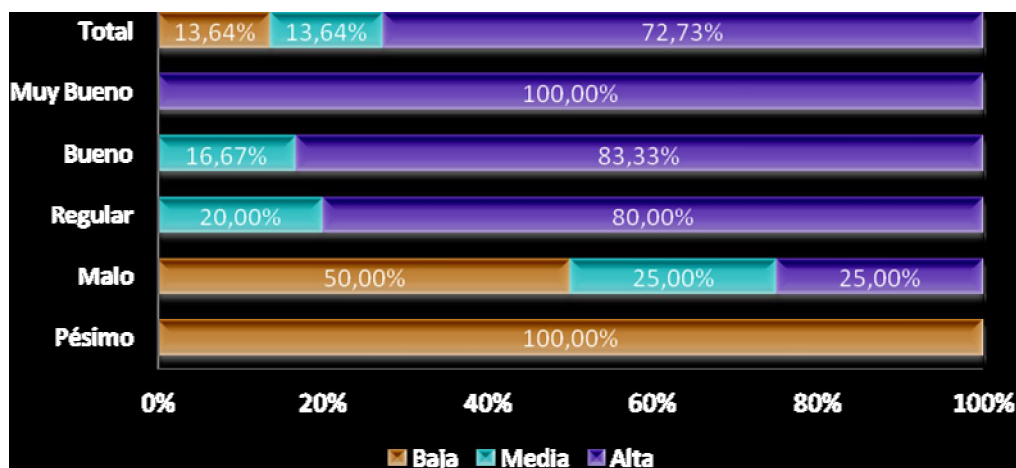
Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

proceso de defensa de las bandas y el restante 83.33% le concede calificaciones altas.

- Del 100% de casos que calificaron el proceso de implementación como regular 20% le proporcionan calificaciones medias a la credibilidad en el proceso de defensa de las bandas y el restante 80% le concede calificaciones altas.
- Del 100% de casos que calificaron el proceso de implementación como malo 50% le proporcionan calificaciones bajas a la credibilidad en el proceso de defensa de las bandas, 25% le concede calificaciones medias y el restante 25% le concede calificaciones altas.
- El 100% de los casos que calificaron como pésimo el proceso de implementación del régimen le otorgan calificaciones bajas a la credibilidad en el proceso de de defensa de las bandas.

A continuación se muestra lo antes mencionado:

Gráfico 29. Credibilidad en el Proceso de Defensa de las Bandas según Calificación de la Implementación del Régimen de Bandas Cambiarias



De esta manera se establece que existe una consistencia alta entre la credibilidad en el proceso de defensa de las bandas y la calificación del proceso de implementación, ya que, los casos que calificaron como muy bueno el proceso de implementación también le otorgaron calificaciones altas a la credibilidad, mientras los casos que calificaron como pésimo el proceso de implementación le proporcionaron calificaciones bajas a la credibilidad. Por su parte, para los casos de bueno y malo también se detecta una consistencia entre ambos aspectos, sin embargo, es importante aclarar que esta no es del 100%.

H. Impacto generado sobre la actividad económica de su empresa

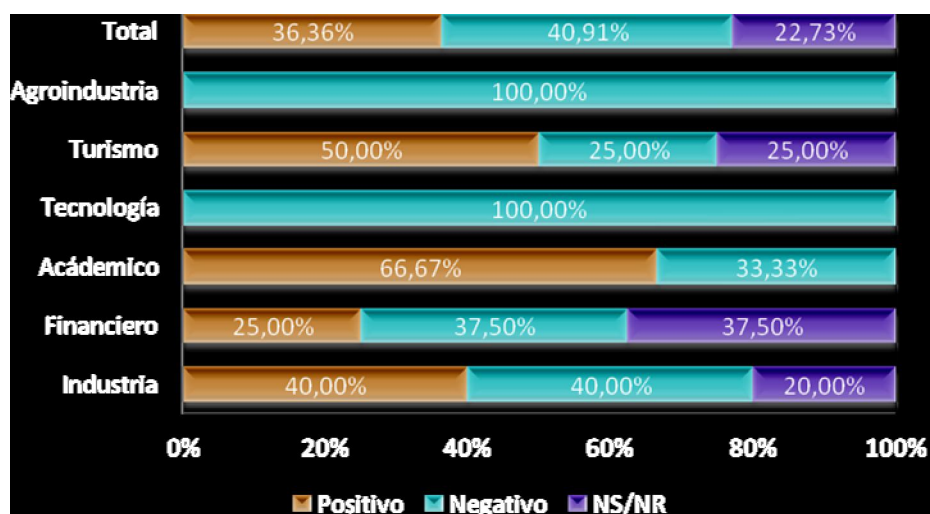
Con respecto al impacto sobre la actividad económica de la empresa tenemos que el 36.36% señala que ha sido positivo, no obstante, el 40.91% indica que el efecto ha sido negativo, mientras el restante 22.73% desconoce o no especificó el impacto sobre la actividad.

El desglose según sector muestra que:

- Del 100% del sector turismo un 25% considera que el impacto del régimen sobre su actividad económica ha sido negativo, un 50% establece que ha sido positivo y el restante 25% no sabe o no responde.
- Del 100% del sector académico un 33.33% considera que el impacto del régimen sobre su actividad económica ha sido negativo y el restante 66.67% establece que ha sido positivo.
- Del 100% del sector financiero un 37.50% considera que el impacto del régimen sobre su actividad económica ha sido negativo, un 25% establece que ha sido positivo y el restante 37.50% no sabe o no responde.
- Del 100% del sector industrial un 40% considera que el impacto del régimen sobre la actividad económica ha sido negativo, un 40% establece que ha sido positivo y el restante 20% no sabe o no responde.

La información antes mencionada se muestra a continuación:

Gráfico 30. Impacto del Régimen de Bandas Cambiarias sobre la actividad de su empresa según Sector Económico



Por tanto, se determina que existe una relación directa entre estas opiniones y otras ya expuestas. Dentro de estos casos específicos destacamos al sector financiero e industrial.

En el sector financiero tenemos que el 37.50% que considera que el impacto sobre la actividad económica de la empresa ha sido negativo, coincide con los casos que recomiendan dolarizar, con los que consideran que los niveles de inflación no se reducirán y con los que determinan como baja la credibilidad en la meta de inflación. Esto mismo sucede para el sector industrial pues el 40% que considera el impacto como negativo, coincide con los que recomienda dolarizar, con los que consideran que la inflación no se reducirán y con los que otorgaron calificaciones bajas a la credibilidad en la meta de inflación.

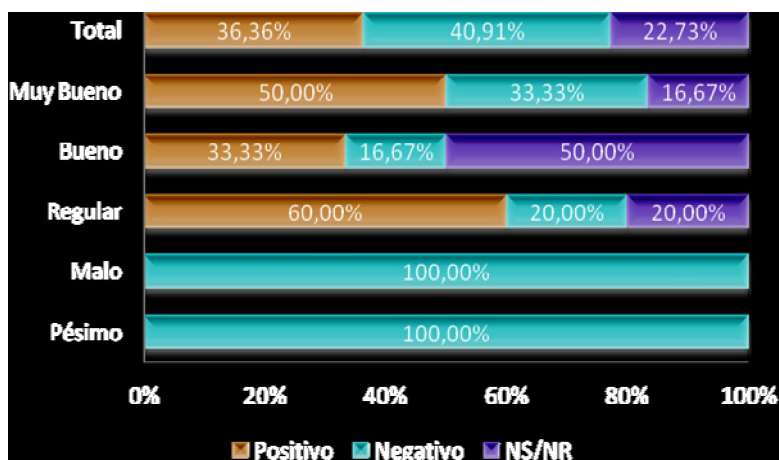
Es decir, se está presentando un escenario donde el riesgo cambiario es un factor fundamental para considerar el impacto positivo o negativo sobre la actividad de la empresa.

Asimismo, al relacionar la calificación del impacto generado sobre la actividad económica con la calificación del proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias, tenemos que:

- Del 100% que califico el régimen como muy bueno un 33.33% considera que el impacto sobre la actividad económica de su empresa ha sido negativo, un 50% opina que ha sido positivo y el restante 16.67% no sabe o no responde.
- Del 100% que califico el régimen como bueno un 16.67% considera que el impacto sobre la actividad económica de su empresa ha sido negativo, un 33.33% opina que ha sido positivo y el restante 50% no sabe o no responde.
- Del 100% que califico el régimen como regular un 20% considera que el impacto sobre la actividad económica de su empresa ha sido negativo, un 60% opina que ha sido positivo y el restante 20% no sabe o no responde.
- El 100% que califico el régimen como malo considera que el impacto sobre la actividad económica de su empresa ha sido negativo.
- El 100% que califico el régimen como pésimo considera que el impacto sobre la actividad económica de su empresa ha sido negativo.

Lo antes mencionado se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 31. Impacto del Régimen de Bandas Cambiarias en la Actividad Económica de su Empresa según Calificación de la Implementación



Por consiguiente, es importante destacar la relación directa que se muestra entre la connotación negativa del impacto sobre la empresa y la valoración de la implementación, pues el 100% de los casos tienen una percepción negativa en ambos aspectos, esto no sucede para aquellos casos que establecieron calificaciones positivas al régimen, pues se visualiza una diversidad de opiniones, es decir, no existe una influencia tan marcada para considerar que el proceso de implementación del régimen les haya beneficiado.

VII. Conclusiones.

El tipo de cambio es una variable fundamental en las decisiones de consumo e inversión de cualquier individuo; la forma de determinación del nivel tipo de cambio afecta a toda la economía en su conjunto. En una coyuntura económica de movilidad internacional de capitales, la acción y la efectividad de la política monetaria se encuentra determinada por el régimen cambiario implementado. Por lo tanto, si el objetivo de un Banco Central es ejercer un mayor control monetario debe adoptar regímenes cambiarios más flexibles que le permitan un mayor margen de maniobrabilidad. Este criterio se refuerza con la evidencia empírica que demuestra que la aplicación de regímenes cambiarios intermedios no es conveniente para economías emergentes.

En Costa Rica la implementación y aplicación de los regímenes cambiarios ha estado determinada por la coyuntura económica y el desarrollo de las teorías económicas del momento. Históricamente se observa que las modificaciones a dichos regímenes cambiarios respondían a situaciones económicas críticas más que a una estrategia de política monetaria de largo plazo. Las acciones monetarias correctivas que se tomaban en momentos de crisis se convertían en políticas definitivas a lo largo del tiempo, y la modificación de estas surgía con la llegada de una nueva crisis. Sin embargo, la implementación del actual esquema cambiario ha sido sistemática por parte del Banco Central y se ha actuado en un periodo de relativa estabilidad macroeconómica, lo que marca una diferencia en relación a la forma de actuar de las autoridades monetarias.

La experiencia con el régimen de bandas cambiarias en Costa Rica es muy breve, por lo que sería inapropiado trazar tendencias permanentes. No obstante, respecto a la evaluación de la primera fase de implementación de bandas cambiarias se destaca como fortaleza principal, la efectividad del instrumento de política monetaria, la estructura de tasa de interés de la banca comercial mostró ajustes consistentes con las señales emitidas por el Banco Central a través la tasa de política monetaria. En segundo lugar, los indicios de desdolarización de crédito y riqueza financiera son una señal positiva, no obstante, este proceso ha sido limitado por depreciación del tipo de cambio y la ausencia de volatilidad en el comportamiento del tipo de cambio. La mayor debilidad se asocia con la escasa volatilidad del tipo de cambio, debido a que ha dificultado el manejo de la política monetaria, generando un dilema en el manejo de tasas de interés y adicionalmente ha anclado las expectativas inflacionarias en niveles superiores a la meta fijada por el Banco Central.

Cabe resaltar que el régimen de bandas cambiarias es considerado como un proceso de transición y, por lo tanto, no debe exceder dicho objetivo. La credibilidad es una variable estratégica en el éxito de este proceso, la discrepancia entre la percepción de los agentes económicos y lo establecido por el Banco Central representa la vulnerabilidad del régimen cambiario.

De acuerdo al análisis realizado, en términos generales la implementación del régimen de bandas cambiarias obtuvo una buena calificación, sin embargo, se mencionan como debilidades la manipulación en el mercado por parte de grandes participantes y un alto riesgo ante shocks externos, además de la inexistencia de instrumentos de cobertura cambiaria adecuados.

Otro de los hallazgos de la investigación es que la información brindada por el Banco Central es un determinante del éxito del proceso de implementación de bandas cambiarias debido a que las calificaciones del proceso de implementación de las bandas cambiarias se encuentran influenciadas directamente por la información que ha proporcionado el Banco Central.

La percepción de los entrevistados en cuanto a los ajustes realizados en los límites y parámetros de variación de las bandas cambiarias evidencia disconformidad. Pese a que no se determinó una asociación directa entre este factor y la calificación otorgada al proceso de implementación, es probable que eventuales ajustes igualmente generen descontento, lo que podría entorpecer el proceso de transición hacia flexibilidad cambiaria. Los agentes económicos pueden interpretar las modificaciones en las bandas cambiarias como un cambio de las *“reglas del juego”* o de las condiciones inicialmente pactadas, por lo que, el Banco Central pone en riesgo el fundamento principal del sistema, su propia credibilidad.

Para el periodo evaluado se determinó que la opción del régimen de bandas cambiarias domina sobre las restantes alternativas. Esto brinda al Banco Central un escenario positivo que permite afianzar el proyecto de metas de inflación, debido a que refleja una coincidencia entre el criterio de los agentes económicos y del regulador. Sin embargo, es importante señalar que existe una percepción de que la implementación del sistema de bandas cambiarias fue una buena decisión por parte del Banco Central, empero, como se comentó anteriormente, los ajustes espontáneos realizados al sistema provocan aversión al régimen por parte de los agentes económicos.

Al evaluar la opinión de los sectores económicos involucrados, respecto al criterio de si las bandas cambiarias permitirán reducir los niveles inflacionarios, se encontró especialmente que en los sectores financiero e industrial se resalta una posición incrédula en este aspecto. Lo anterior es razonable debido a que desde el punto de vista de la actividad productiva y de los supuestos de gestión administrativa de estos sectores, la expectativa del nivel inflacionario cumple un papel fundamental y desdichadamente esa expectativa ha venido presentando una tendencia al alza para dichos sectores. Aunado a lo anterior, estos dos sectores refuerzan el criterio de implementar regímenes cambiarios alternativos duros, tal como la dolarización, con el objetivo de contar con un régimen que les permita tener más certeza a la hora de tomar decisiones en sus empresas y de esta forma eliminar el riesgo cambiario e incertidumbre a la hora de realizar su operatividad.

De acuerdo al análisis realizado se determinó una concordancia entre las calificaciones otorgadas al proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias y la expectativa de reducción de los niveles inflacionarios en la mayoría de los casos. A partir de lo anterior, se puede apreciar la relevancia que toma el proceso de implementación en la percepción de los agentes económicos determinando en gran medida el éxito del nuevo régimen cambiario.

Al evaluar la existencia de asociación entre la percepción de reducción del nivel inflacionario a través de la implementación del régimen de bandas cambiarias y la recomendación del tipo de régimen cambiario, se atinó una concordancia, debido a que los entrevistados que prefieren regímenes alternativos (dolarización) consideran en su mayoría que la inflación no se reducirá, mientras que, la mayoría de los que optaron por mantener la apertura de la bandas opinan que la inflación si tenderá a disminuir. Adicionalmente, se resalta el hecho de que las personas entrevistadas indican que el tipo de cambio no es la única variable que afecta el nivel inflacionario y que cuando existe incertidumbre en el tipo de cambio se produce un riesgo que genera presión en la inflación local.

En relación con el análisis del resultado en la evaluación de credibilidad en la meta de inflación se ha podido identificar en orden de importancia que: la mayor proporción de encuestados proporcionaron calificaciones altas a este criterio, en segundo lugar las calificaciones bajas y por último las calificaciones medias, por tanto, la credibilidad se fundamenta en el buen o mal funcionamiento del sistema cambiario como mecanismo de control de la inflación. Todo lo anterior visto desde una perspectiva más general, no hay una uniformidad de criterios en todos los sectores por lo que no se puede establecer una relación directa entre la reducción

del nivel inflacionario a través de la implementación del régimen de bandas cambiarias y la credibilidad en la meta de inflación.

Se extrae además a partir del estudio que existe una concordancia entre los agentes que recomienda regímenes alternativos y que consideran que la inflación no se reducirá, mientras que la mayoría de los que optaron por mantener la apertura de la bandas opinan que la inflación si tenderá a disminuir. Es decir, para los agentes económicos el comportamiento de la inflación es uno de los factores determinantes para la toma de decisiones, y esa variación está en función del régimen cambiario que se aplique.

Por otro lado, al evaluar la credibilidad en la meta de inflación según la calificación de la implementación del régimen de bandas cambiarias se comprobó que los agentes que consideran que este ha sido bueno, tienen una percepción favorable hacia la credibilidad en la meta de inflación, por tanto, aunque la relación entre estos dos criterios no es directa, sí permite entrever que a medida que los agentes adquieren confianza en el proceso de implementación de bandas cambiarias se produce un efecto positivo en la credibilidad de la meta de inflación.

Por último, la percepción de los entrevistados respecto al proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias se encuentra en función del impacto generado sobre la actividad económica del sector evaluado. Esto demuestra el carácter subjetivo en cuanto a la valoración de la implementación del régimen, puesto que se valora de acuerdo a la conveniencia que tuvo en el desempeño de la empresa.

VIII. Recomendaciones

Para cumplir con el objetivo de migrar hacia un esquema de metas de inflación el Banco Central debe:

- Tomar una posición clara y transparente de cara al mercado, a través, de la información brindada a los agentes económicos.
- Evitar modificar los límites de las bandas cambiarias con el fin de procurar credibilidad en el manejo del régimen cambiario.
- Incorporar nuevos participantes en el mercado mayorista de moneda extranjera, con el objetivo de minimizar las distorsiones causadas por la manipulación de grandes participantes.
- Procurar el desarrollo de mecanismos de cobertura cambiaria, con el objetivo de que los agentes económicos puedan incorporar en sus decisiones de consumo e inversión el riesgo cambiario asociado.

Asimismo, considerando que la percepción de los agentes económicos no es estática y se encuentra influenciada por la coyuntura económica, es importante realizar nuevamente un análisis que permita:

- Analizar la evolución de la credibilidad del Banco Central en el manejo de la política monetaria y cambiaria, posterior a la implementación del régimen de bandas cambiarias
- Determinar en el nuevo contexto, si los agentes económicos consideran prudente migrar hacia flotación, debido a que, en el escenario analizado está opción no era dominante en la selección de régimen que debería aplicarse.
- Darle seguimiento a la afinidad con regímenes alternativos que no contemplen las bandas ni la flotación, esto debido a que un crecimiento de estas vertientes sería un indicador relevante a considerar en cuanto al manejo realizado hasta el momento por el Banco Central.

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

- Revisar si existen cambios en el impacto inicial provocado por la implementación del régimen de bandas en los diferentes sectores económicos evaluados, y cuál es la relación de la percepción entre este cambio y la posición del sector frente al régimen cambiario.

IX. Bibliografía

Academia de Centroamérica. **Volatilidad y Vulnerabilidad: el Caso de Costa Rica**. San José, Costa Rica, 2005.

Aguilar, Alejandro y V. Hugo Juan-Ramón. **Determinantes de las tasas de interés a corto plazo en México: efecto de las señales del banco central**. Gaceta de Economía. La Política Monetaria en México, ITAM, año 3, núm. 5

Azofeifa Villalobos, Ana Georgina. **Pautas para la Construcción de un Cuestionario Estadístico**. Banco Central de Costa Rica. Diciembre, 1994

Banco Central de Costa Rica. **Informe de Inflación**, Agosto 2007.

Banco Central de Costa Rica. **Informe de Inflación**. Enero 2006

Banco Central de Costa Rica. **Informe de Inflación**. Febrero 2008

Banco Central de Costa Rica. **Informe Mensual de la Actividad Económica de Costa Rica**. División Económica. Octubre, 2007.

Banco Central de Costa Rica. **Memoria Anual 2006**. Marzo 2007.

Banco Central de Costa Rica. **Memoria Anual 2007**. Marzo 2008.

Banco Central de Costa Rica. **Memoria Anual 2008**. BCCR. Marzo 2009.

Banco Central de Costa Rica. **Programa Macroeconómico 2007-08**. Julio 2007

Banco Central de Costa Rica. **Programa Macroeconómico 2008-2009**. Enero 2008

Banco Central de Costa Rica. **Revisión Programa Macroeconómico 2008-2009**. Julio 2008

Barro. Robert J. **Macroeconomía**. McGraw-Hill. 1986.

Blanchard, Olivier. **Macroeconomía**. Pearson Educación S.A, 1º Edición Madrid, España 2000. 2º Edición

Blanchard, Olivier. **Macroeconomía**. Pearson Educación S.A, 2º Edición Madrid, España 2004.

Calderón Moya, Allan. **Estimación del Pass-Through en Costa Rica**. Edición electrónica. disponible en www.eumed.net/libros/. 2005

Chiang, Alpha C. **Métodos Fundamentales de Economía Matemática**. McGraw-Hill, Tercera Edición. España.

Clavijo Vergara, Sergio. **Reflexiones sobre Política Monetaria e “Inflación Objetivo” en Colombia**. Borradores de Economía 141, Banco de la República de Colombia

Delgado Félix. **Evolución reciente del mercado cambiario y perspectivas para los próximos meses**. Seminarios CEFSA - junio 2008.

Dornbusch Rudiger, Fischer Stanley y Startz Richard. **Macroeconomía**. McGraw-Hill, octava edición. España. 2002.

Dornbusch, Rudiger. **La Macroeconomía de una Economía Abierta**. Antoni Bosch, Editor. Barcelona, 1981.

Drill, John and Sola, Martín. **Target Zones for Exchange Rates and Policy Change**. September, 2000.

Duran V, Rodolfo. Torres G, Carlos. **Hacia un entendimiento del fenómeno inflacionario: el caso de Costa Rica. Banco Central de Costa Rica**. Banco Central de Costa Rica. Julio 2007.

Ecoanálisis. **Sinopsis Económica. El Sector Financiero y la Flexibilización Cambiaria**. Marzo, 2007

Esquivel, Gerardo. Larraín, Felipe. **¿Que Sabemos Realmente Sobre Las Crisis Cambiarias?** Cuadernos de Economía. Diciembre 2003.

Frenkel, Jacob A. And Goldstein, Morris. **A Guide to Target Zones**. National Bureau of Economics Research. Cambridge. Working Paper No. 2113, December 1986

Krugman, Paul R. **Target Zones and Exchange Rate Dynamics**. National Bureau of Economics Research. Cambridge. Working Paper No. 2481, January 1988.

Larraín B, Felipe y Gerardo, Esquivel. **¿Qué Sabemos Realmente sobre Las Crisis Cambiarias?** Cuadernos de Economía, Año 40, N° 121, pp. 656-667 (diciembre 2003)

Larraín B. Felipe y Sachs D. Jeffrey. **Macroeconomía de la Economía Global**. Segunda Edición. Buenos Aires. Person Education, 2002.

Larraín B. Felipe y Velasco, Andrés. **Regímenes Cambiarios para Economías Emergentes**. Cuadernos de Economía, Año 37, N° 110, pp. 101-137 (abril 2000).

Larraín, Felipe y Parro, Francisco. **¿Importa la Opción de Régimen Cambiario? Evidencia para Países en Desarrollo**. Cuadernos de Economía, Año 40, N° 121, pp. 635-645 (diciembre 2003)

León, Jorge; Morera , Patricia y Ramos, Welmer. **El pass through del tipo de cambio: un análisis para la economía costarricense de 1991 al 2001**. Banco Central de Costa Rica – 2001.

Levi, Maurice D. **Finanzas Internacionales**. Mc Graw – Hill. 3ª edición. México, 1997.

Lind, Douglas A. Marchal William G. Wathen Samuel A. **Estadística Aplicada a los Negocios y a la Economía**. McGraw-Hill, México 2005

Lizano, Eduardo. **Las Bandas Cambiarias y la Tasa de Interés en Costa Rica**. Julio 2007.

Méndez Quesada, Eduardo. **Hacia Una Mayor Flexibilidad Cambiaria En Costa Rica** Banco Central de Costa Rica. Diciembre, 2003.

Méndez Quesada, Eduardo. Orozco Coto, Norman. **Sistema de Bandas Cambiarias**. Banco Central de Costa Rica., Marzo, 1996.

Morandé L, Felipe. Tapia G, Matias. **Política Cambiaria en Chile: el Abandono de la Banda y la Experiencia de Flotación**. Volumen 5, N° 3. Diciembre 2002

Morandé, Felipe y Schmidt-Hebbel, Klaus. **Política Monetaria y Metas de**

Inflación en Chile

Morra, Linda G. y Friedlander, Amy C. **Evaluaciones Mediante Estudios de Caso**. Banco Mundial, Washington, D.C., Enero 2001

Muñoz Giró, Juan E. **Inferencia Bayesiana Y Bandas Cambiarias**. Banco Central de Costa Rica. Abril, 1996.

Paul R. Krugman. **The Quarterly Journal of Economics**. Vol. 106, No. 3. (Aug., 1991), pp. 669-682

Picado H. Roberto. **Evolución del Régimen Cambiario de Costa Rica: Década de los años Ochenta y Principios de la Década de los Noventa**. Serie "Comentarios Sobre Asuntos Económicos, N° 110 Banco Central de Costa Rica. Febrero, 1993.

Rodríguez. López, Jesús. Rodríguez. Mendizabal, Hugo. **La Credibilidad del Régimen Cambiario, el Miedo a la Flotación y la Amplitud Óptima de la Banda**. Economía Internacional, Nuevas Aportaciones. Marzo-Abril 2004. N° 814.

Sheehan, Kim Bartel y Grubbs Hoy, Mariea. **Using E-mail To Survey Internet Users In The United States: Methodology And Assessment**. Journal of Computer-Mediated Communication's. March 1999

Sheehan, Kim. **E-mail Survey Response Rates: A Review**. Journal of Computer-Mediated Communication's. January 2001

Sturzenegger, Federico. **¿Por qué Crecen Menos los Regímenes de Tipo de Cambio Fijo? El Efecto de los Sudden Stops**. Universidad Torcuato Di Tella, Agosto 2003.

Tenorio Edwin. **Recopilación de definición y cambios en la tasa de política monetaria del Banco Central de Costa Rica**. Banco Central de Costa Rica – octubre 2008.

Truell, Allen D. Bartlett II, James E. Alexander, Melody W. **Response rate, speed, and completeness: A comparison of Internet-based and mail surveys**. Behavior Research Methods, Instruments, & Computers 2002.

Vindas, Katia y Porras, Alexander. **Algunas medidas del Proceso Inflacionario. El caso costarricense**. Banco Central de Costa Rica, junio de 1998.

Walpole. Ronald E. **Probabilidad y Estadística para Ingenieros y Científicos.**
MacGraw-Hill, México 1992

Woong Yun, Gi y Trumbo, Craig W. **Comparative Response to a Survey Executed
by Post, E-mail, & Web Form.** September 2000

X. Anexos

A. Anexo 1: Cuestionario Encuesta Piloto

1. Cuestionario Piloto: Universidad Nacional “Modificación del Régimen Cambiario en Costa Rica.” El traslado de Minidevaluaciones a Bandas Cambiarias.

El presente cuestionario se encuentra encaminado a evaluar el impacto del proceso de flexibilización cambiaria en Costa Rica. Es realizada por estudiantes de Licenciatura en Economía de la Universidad Nacional y forma parte del proyecto de graduación de los mismos. Los resultados tienen un fin meramente académico y se considera el anonimato del entrevistado. Al terminar el procesamiento y análisis de los datos, los resultados serán puestos a disposición en el documento final de la investigación.

Muchas Gracias

Precios

- Indique su apreciación sobre la tasa de inflación anual al concluir cada uno de los siguientes períodos:

	Menos de 8%	Entre 8% y 10%	Entre 10% y 12%	12% o más	No sabe/No responde
Al concluir Diciembre 2008	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Al Concluir Diciembre 2009	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

2. Comparando el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el Índice Subyacente de Inflación (ISI, la inflación subyacente se define como el componente del cambio total de precios común a todos los bienes y servicios, cuya persistencia se mantendría en el mediano y largo plazo) usted esperaría que en diciembre del año en curso:

- IPC superior al ISI
- IPC inferior al ISI
- IPC = ISI

Tipo de Cambio

3. Con respecto al tipo de cambio (¢/\$), estima usted una Apreciación / Depreciación al final de cada uno de los siguientes períodos, en relación con el mismo período del año anterior?

	Elija una	Elija una
Al concluir Diciembre 2008	<input type="checkbox"/> Apreciación <input type="checkbox"/> Depreciación <input type="checkbox"/> Se Mantendrá Igual <input type="checkbox"/> No sabe/No responde	<input type="checkbox"/> 0% <input type="checkbox"/> Menos de 3% <input type="checkbox"/> Entre 3% y menos de 6% <input type="checkbox"/> Entre 6% y menos de 9% <input type="checkbox"/> 9% o más <input type="checkbox"/> No sabe/No responde
Al concluir Junio 2009	<input type="checkbox"/> Apreciación <input type="checkbox"/> Depreciación <input type="checkbox"/> Se Mantendrá Igual <input type="checkbox"/> No sabe/No responde	<input type="checkbox"/> 0% <input type="checkbox"/> Menos de 3% <input type="checkbox"/> Entre 3% y menos de 6% <input type="checkbox"/> Entre 6% y menos de 9% <input type="checkbox"/> 9% o más <input type="checkbox"/> No sabe/No responde
Al concluir Junio 2009	<input type="checkbox"/> Apreciación <input type="checkbox"/> Depreciación <input type="checkbox"/> Se Mantendrá Igual <input type="checkbox"/> No sabe/No responde	<input type="checkbox"/> 0% <input type="checkbox"/> Menos de 3% <input type="checkbox"/> Entre 3% y menos de 6% <input type="checkbox"/> Entre 6% y menos de

		9% <input type="checkbox"/> 9% o más <input type="checkbox"/> No sabe/No responde
--	--	---

4. ¿Considera usted que ha sido el adecuado el proceso de implementación del Régimen de Bandas Cambiarias realizado por el BCCR?

- Sí
- No

5. ¿Por qué?

6. Según su opinión, la información proporcionada por el BCCR con respecto a la implementación del sistema de bandas cambiarias ha sido:

- Excelente
- Muy Buena
- Buena
- Regular
- Mala
- Muy Mala
- Pésima

7. ¿Qué tipo de impacto ha generado el sistema de Bandas Cambiarias sobre la actividad económica de la empresa o institución?

- Positivo
- Negativo
- No sabe/No responde

8. ¿Por qué?

9. ¿Cuáles son las estrategias que ha tomado su empresa (o institución) para enfrentar este impacto negativo?

10. Según su consideración, los ajustes hechos a los límites de la banda debieron ser:

	Mayor	Menor	Igual
Banda Superior	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Banda Inferior	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

11. Con respecto al régimen cambiario, El Banco Central debe:

- Volver a minidevaluaciones.
- Mantener la apertura gradual de las bandas.
- Ampliar el ancho de las bandas.
- Eliminar las bandas y pasar a flotación.
- Dolarizar la Economía.

12. ¿Considera usted que la implementación de las Bandas Cambiarias permitirá reducir los niveles inflacionarios del país?

- Sí
- No
- No sabe/No responde

13. ¿Por qué?

14. Considerando una escala de 1 a 10, siendo 1 la más baja y 10 la máxima, evalúe la credibilidad que tiene usted en la política cambiaria y meta de inflación del BCCR

	Meta de Inflación	Defensa de las Bandas
Calificación		

Tasas de Interés

15. Según su consideración, ¿El nivel actual de las tasas de interés es el adecuado ante la situación económica actual del país?

- Sí
- No
- No sabe/No responde

16. ¿Cómo considera usted que se comportarán las tasas de interés pasivas al concluir diciembre del 2008?

- Aumentarán
- Disminuirán
- Se mantendrán igual

17. ¿Cómo considera usted que se comportarán las tasas de interés pasivas al concluir diciembre del 2008?

- Entre 4% y 5%
- Entre 5% y 6%
- Entre 6% y 7%
- Entre 7% y 8%
- Entre 8% y 9%

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

- Entre 9% y 10%
- Entre 10% y 11%
- Mayor a 12%

18. Dada la situación actual de la economía costarricense, considera usted que la disponibilidad de crédito es:

- Excesiva
- Suficiente
- Insuficiente

Actividad Económica

19. ¿En cuánto proyecta usted la tasa de variación de la actividad económica (PIB) términos reales al cierre de cada uno de estos años?

	Entre 2% y 3%	Entre 3% y 4%	Entre 4% y 5%	Entre 5% y 6%	Entre 7% y 8%	Más de 8%	No sabe/No responde
Cierre del 2008	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Cierre del 2009	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

20. ¿Cómo califica la coyuntura actual de las empresas para efectuar inversiones?

	Inversiones Financieras	Inversiones en Activos Fijos (Expansión del Negocio)
Calificación	<input type="checkbox"/> Buen momento para invertir <input type="checkbox"/> Mal Momento para invertir <input type="checkbox"/> No sabe/No	<input type="checkbox"/> Buen momento para invertir <input type="checkbox"/> Mal Momento para invertir <input type="checkbox"/> No sabe/No

	responde	responde
--	----------	----------

21. ¿Cómo considera que evolucione el clima de los negocios para las actividades productivas del sector privado en los próximos seis meses en comparación con los pasados seis meses?

- Mejorará
- Permanecerá Igual
- Empeorará

22. ¿Cuáles considera usted que son factores limitantes al crecimiento de la actividad económica? Cite los tres factores más importantes:

1)
2)
3)

23. Por favor indique su nombre, institución o empresa y correo electrónico

24. Por último, nos gustaría conocer sus impresiones acerca del diseño de este cuestionario. Agradecemos de antemano cualquier sugerencia o comentario.

B. Anexo 3: Cuestionario Definitivo

1. Universidad Nacional “Modificación del Régimen Cambiario en Costa Rica.” El traslado de Minidevaluaciones a Bandas Cambiarias.

El presente cuestionario se encuentra encaminado a evaluar el impacto del proceso de flexibilización cambiaria en Costa Rica. Es realizada por estudiantes de Licenciatura en Economía de la Universidad Nacional y forma parte del proyecto de graduación de los mismos. Los resultados tienen un fin meramente académico y se considera el anonimato del entrevistado. Al terminar el procesamiento y análisis de los datos, los resultados serán puestos a disposición en el documento final de la investigación.

Muchas Gracias!!!

1. ¿Cómo califica usted el proceso de implementación del régimen de bandas cambiarias realizado por el Banco Central de Costa Rica?

- Excelente
- Muy bueno
- Bueno
- Regular
- Malo
- Muy Malo
- Pésimo

2. ¿Porqué?

3. Con respecto a la implementación del sistema de bandas cambiarias, ¿Cómo califica la información proporcionada por el Banco Central de Costa Rica?

- Excelente
- Muy Buena

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

- Buena
- Regular
- Mala
- Muy Mala
- Pésima

4. Según su consideración, los ajustes hechos a los límites de la banda debieron ser:

	Mayor	Menor	Igual	No sabe/No Responde
Banda Superior	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Banda Inferior	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

5. *Con respecto al régimen cambiario, El Banco Central de Costa Rica debe

- Volver a minidevaluaciones.
- Mantener la apertura gradual de las bandas.
- Ampliar el ancho de las bandas.
- Eliminar las bandas y pasar a flotación.
- Dolarizar la Economía.

6. ¿Considera usted que la implementación de las Bandas Cambiarias permitirá reducir los niveles inflacionarios del país?

- Sí
- No
- No Sabe/No Responde

7. ¿Por qué?
8. Considerando una escala del 1 al 10, donde 1 es la más baja y 10 la más alta ¿Cómo califica la credibilidad del Banco Central de Costa Rica con respecto a la política cambiaria y a la meta de inflación?

	Meta de Inflación	Defensa de las Bandas
Calificación		

9. ¿Qué tipo de impacto ha generado el sistema de Bandas Cambiarias sobre la actividad económica de la empresa o institución?

- Positivo
- Negativo
- No sabe/No Responde (pase a la pregunta 12)

10. ¿Porqué?

11. ¿Cuáles son las estrategias que ha tomado su empresa (o institución) para enfrentar este impacto negativo?

12. Indique cuál es su expectativa de tasa de variación acumulada del tipo de cambio para cada uno de los siguientes períodos

Expectativa ¿En cuánto estima la variación?

	Elija una	Elija una
Al concluir Diciembre 2008	<input type="checkbox"/> Apreciación <input type="checkbox"/> Depreciación <input type="checkbox"/> Se Mantendrá Igual <input type="checkbox"/> No sabe/No responde	<input type="checkbox"/> 0% <input type="checkbox"/> Menos de 3% <input type="checkbox"/> Entre 3% y menos de 6% <input type="checkbox"/> Entre 6% y menos de 9% <input type="checkbox"/> 9% o más <input type="checkbox"/> No sabe/No responde

<p>Al concluir Junio 2009</p>	<p><input type="checkbox"/> Apreciación <input type="checkbox"/> Depreciación <input type="checkbox"/> Se Mantendrá Igual <input type="checkbox"/> No sabe/No responde</p>	<p><input type="checkbox"/> 0% <input type="checkbox"/> Menos de 3% <input type="checkbox"/> Entre 3% y menos de 6% <input type="checkbox"/> Entre 6% y menos de 9% <input type="checkbox"/> 9% o más <input type="checkbox"/> No sabe/No responde</p>
<p>Al concluir Junio 2009</p>	<p><input type="checkbox"/> Apreciación <input type="checkbox"/> Depreciación <input type="checkbox"/> Se Mantendrá Igual <input type="checkbox"/> No sabe/No responde</p>	<p><input type="checkbox"/> 0% <input type="checkbox"/> Menos de 3% <input type="checkbox"/> Entre 3% y menos de 6% <input type="checkbox"/> Entre 6% y menos de 9% <input type="checkbox"/> 9% o más <input type="checkbox"/> No sabe/No responde</p>

13. Indique cuál es su expectativa de inflación anual al concluir cada uno de los siguientes períodos:

- Menos de 8% Entre 8% y 10% Entre 10% y 12% 12% o más No sabe/No responde

- Entre el 31 de Diciembre del 2007 y el 31 de diciembre del 2008

- Entre el 31 de Diciembre del 2008 y el 31 de diciembre del 2009

14. Ante la situación económica actual del país ¿es adecuado el nivel de tasas de interés?

- Sí
- No
- No Sabe/No Responde

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

15. ¿En qué nivel considera que se ubicará la tasa básica pasiva al concluir diciembre del 2008?

- Entre 4% y 5%
- Entre 5% y 6%
- Entre 6% y 7%
- Entre 7% y 8%
- Entre 8% y 9%
- Entre 9% y 10%
- Entre 10% y 11%
- Mayor a 12%

16. Por favor indique su nombre, institución o empresa y correo electrónico

Nombre: _____

Institución o Empresa: _____

Puesto: _____

Correo Electrónico:

17. Por último, nos gustaría conocer sus impresiones acerca del diseño de este cuestionario. Agradecemos de antemano cualquier sugerencia o comentario.

C. Anexo 4: Niveles de Respuesta de Encuestas realizadas por medios electrónicos

Summary of Survey Research Methods Using E-mail

Author	Response Sample	Survey Topic	Sample Size	Usable Sample	Method	Response Rate	Time (days)
Kiesler & Sproull (1986)	Employees of a Fortune 500	Corporate Communication	115,00	77,00	Mail	66,96%	10,80
			115,00	86,00	E-mail	74,78%	9,60
			Total	230,00	163,00		70,87%
Parker (1992)	Employees of AT&T	Internal Communication	70,00	27,00	Mail	38,57%	N.A.
			70,00	48,00	E-mail	68,57%	N.A.
			Total	140,00	75,00		53,57%
Schuldt & Totten (1994)	Marketing & MIS Professors (US)	Shareware Copying	200,00	113,00	Mail	56,50%	N.A.
			218,00	42,00	E-mail	19,27%	N.A.
			Total	418,00	155,00		37,08%
Mehta & Sivadas (1995)	Usenet Users	Internet Communication	309,00	173,00	Mail	55,99%*	N.A.
			182,00	99,00	E-Mail	54,40%*	N.A.
			Total	491,00	272,00		55,40%*
Tse, et al (1995)	University Population (Hong Kong)	Business Ethics	200,00	54,00	Mail	27,00%	9,79
			200,00	12,00	E-mail	6,00%	8,09
			Total	400,00	66,00		16,50%
Bachman, Elfrink & Vazzana (1996)	Business School Deans	TQM	224,00	117,00	E-mail	52,23%	4,68
			224,00	147,00	Mail	65,63%	11,18
			Total	448,00	264,00		58,93%
Sheehan & Hoy (1997)	University Population (Southeast US)	Privacy and New Technology	580,00	274,00	E-mail	0,47	4,70
			Total	580,00	274,00		47,24%

Flexibilización Cambiaria en Costa Rica: Un Estudio de Casos

Smith (1997)	Web presence	Business Activities	150,00	11,00	E-mail survey	7,33%	N.A.
			150,00	42,00	E-mail solicit.	28,00%	N.A.
Total			300,00	53,00			
Schillewaert, Langerak and Duhamel (1998)	Web users in Belgium	Attitudes toward the Web	430,00	125,00	E-mail	31,00%	N.A.
			62.500,00	110,00	Ad in magazine	0,00%	N.A.
			4.000,00	67,00	USENET Posting	2,00%	N.A.
			7.500,00	51,00	Hyperlinks	0,68%	N.A.
Total			74.430,00	353,00		0,47%	
Weible and Wallace (1998)	MIS Professors (US)	Internet Use	200,00	70,00	Mail	35,00%	12,90
			200,00	50,00	Fax	25,00%	8,80
			200,00	48,00	E-mail	24,00%	6,10
			200,00	52,00	Web form	26,00%	7,40
Total			800,00	220,00		27,50%	
Schaefer and Dillman (1998)	University Faculty	Unknown	226,00	130,00	Mail	57,52%*	14,39
			226,00	131,00	E-mail	57,96%*	9,16
Total			452,00	261,00		57,74%*	

Fuente: Bartel Sheehan y Grubbs Hoy (1999)