

## VIGESIMOSEGUNDO INFORME ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO HUMANO SOSTENIBLE (2015)

### Análisis de la estabilidad cambiaria y su impacto en la economía

Gerardo Corrales

Agosto, 2016



Nota: El contenido de esta ponencia es responsabilidad del autor. El texto y las cifras de las ponencias pueden diferir de lo publicado en el Informe sobre el Estado de la Nación en el tema respectivo, debido a revisiones posteriores y consultas. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

## **Índice**

1. Introducción .....	3
2. Definición del tipo de cambio .....	3
3. ¿Por qué es importante el tipo de cambio? .....	3
4. El tipo de cambio nominal y real en Costa Rica .....	4
5. Esquemas para la fijación del tipo de cambio .....	8
6. Determinantes del tipo de cambio en Costa Rica .....	12
7. La operación del Mercado Cambiario en Costa Rica .....	29
a. El Mercado Cambiario en Ventanillas de los Intermediarios .....	29
b. El Mercado Electrónico de Moneda Extranjera (Monex) .....	34
8. Críticas a la política cambiaria actual: la estabilidad cambiaria nominal .....	45
9. Conclusiones y recomendaciones .....	51
10. Bibliografía .....	54

## **1. Introducción**

En esta ponencia se analiza la importancia y evolución del sistema de fijación del tipo de cambio en Costa Rica, así como los diferentes mecanismos utilizados para su gestión. Se analizan en detalle los principales determinantes del tipo de cambio y el impacto de cada uno de ellos sobre este precio desde el período de las mini-devaluaciones, a partir de la segunda mitad de los años ochenta a julio del 2016.

De particular relevancia y énfasis, es el análisis de la estabilidad cambiaria nominal que se ha venido observando bajo el régimen de flotación administrada vigente desde febrero del 2015. Al respecto, se presentan las diferentes críticas y observaciones que sectores afectados han realizado en los últimos meses a la política cambiaria del Banco Central, así como la posición oficial de dicha entidad ante estos temas.

Finalmente, se presenta una serie de conclusiones y recomendaciones para mejorar la transparencia, credibilidad e impacto en la competitividad que tiene el tipo de cambio real sobre la economía.

## **2. Definición del tipo de cambio**

Por el tipo de cambio nominal se entiende el precio de la moneda local respecto a una moneda extranjera. Es quizás el precio más importante en una economía, pues su nivel determina la relación que existe entre el valor de los bienes y servicios de un país en comparación con el resto del mundo. Las relaciones comerciales de exportación e importación de bienes; de servicios, como el turismo y transporte, así como la inversión extranjera directa (IED) y los niveles de endeudamiento en moneda extranjera, entre otros, se ven afectados por el nivel del tipo de cambio, en cuanto a su viabilidad y rentabilidad.

Adicionalmente, el tipo de cambio afecta el nivel general de precios de una economía por medio de lo que se conoce como la inflación importada, y juega un rol fundamental en la política monetaria, en la que se puede utilizar como un objetivo en sí mismo; un instrumento para la consecución de otros objetivos de inflación, crecimiento, empleo o simplemente servir como un indicador económico de interés.

Es común utilizar el concepto de divisas monetarias para referirse a aquellas monedas que son aceptadas como medios de pago en el comercio internacional. En ese sentido, el euro, la libra esterlina, el yen japonés, el dólar, entre otras, tienen aceptación internacional y se les considera divisas, no así otras monedas de uso exclusivo local como el colón costarricense, el peso mexicano o colombiano, el real brasileño o el lempira hondureño.

## **3. ¿Por qué es importante el tipo de cambio?**

Aritméticamente, el tipo de cambio está ligado directamente con el valor de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, al traducir el precio en moneda

extranjera de esos bienes a la moneda local. Un tipo de cambio nominal muy alto, encarece esos bienes y reduce la posibilidad de su compra por parte de los ciudadanos locales para adquirirlos o bien su capacidad de viajar al exterior. Al mismo tiempo, para los extranjeros aumenta su poder de compra de su moneda y se ven incrementadas las exportaciones y el turismo del país. Sucede todo lo contrario, si el tipo de cambio se fija a un nivel muy bajo.

Por tanto, es de fundamental importancia determinar de la forma más objetiva y transparente posible el nivel de este precio tan relevante, pues un error en su fijación, puede favorecer o perjudicar a diferentes sectores de actividad económica, dependiendo si se es exportador, importador o productor local de bienes que también se pueden importar.

Cuando se deben pagar más colones por un dólar, este fenómeno se conoce como una depreciación de la moneda local. Cuando ocurre lo contrario, se conoce como una apreciación de la moneda local. Una depreciación favorece a quienes reciben ingresos en dólares como los exportadores, turismo y perjudica a los que tienen que adquirir dólares para pagar importaciones, servicios de deuda o realizar viajes al exterior. Con una apreciación de la moneda local sucede lo contrario.

Dado que además del tipo de cambio nominal, las relaciones de precios entre los bienes que se pueden transar con el resto del mundo y los bienes que no son sujetos del comercio internacional, determinan la verdadera competitividad de un país, se suele utilizar un concepto más sofisticado denominado el tipo de cambio real, es decir, un tipo de cambio ajustado por los niveles de inflación relativos entre el país y sus principales socios comerciales.

En ese sentido, Barquero y Muñoz (2015), definen el tipo de cambio real (TCR) como “la relación entre el precio de los bienes y servicios transables (PT) con respecto al de los no transables (PNT) de una economía y se suele aproximar utilizando el tipo de cambio nominal (TCN) y la relación entre los precios externos (P\*) y los precios domésticos (P), de esta manera” (p.3):

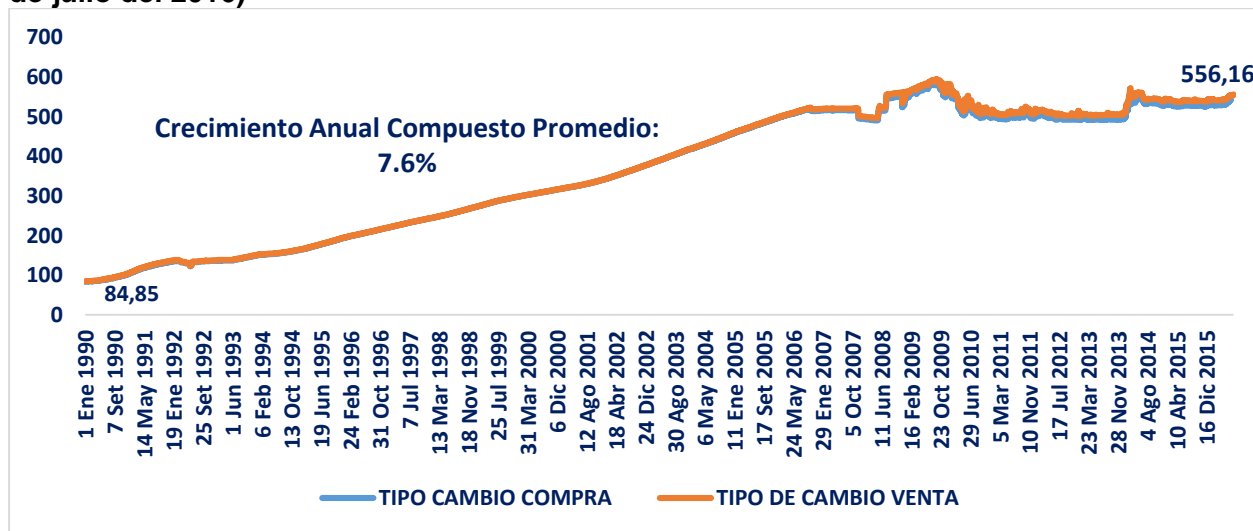
$$TCR = \frac{P^T}{P^{NT}} \approx TCN \frac{P^*}{P}$$

#### **4. El tipo de cambio nominal y real en Costa Rica**

En el caso particular de Costa Rica, tanto por razones históricas como de volúmenes de negociación y cercanía geográfica, se utiliza mayoritariamente el tipo de cambio del colón costarricense respecto a la moneda de los Estados Unidos, el dólar. La evolución del tipo de cambio nominal en Costa Rica, desde el 1 de enero de 1990 al 31 de julio del 2016, muestra una tendencia a la devaluación anual promedio de un 7% para dicho período (gráfico 1):

**Gráfico 1**

**Evolución del tipo de cambio nominal de referencia, colones por dólar. (enero 1990 al 31 de julio del 2016)**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

Se interpreta el tipo de cambio nominal como la cantidad de colones que se deben entregar a cambio de un dólar americano. De igual manera, se acostumbra presentar dos diferentes tipos de cambio, el tipo de cambio de compra, entendido este como la cantidad de colones al que un intermediario autorizado está dispuesto a comprar dólares; y el tipo de cambio de venta, que es la cantidad de colones a la que dicha entidad ofrece vender dólares al público.

A la diferencia entre el tipo de cambio de venta y el tipo de cambio de compra, se le conoce como el margen o diferencial cambiario y constituye la utilidad del intermediario por ejercer la labor de compra venta de moneda. En Costa Rica, el Banco Central grava ese diferencial con un 25% de impuesto directo, según lo establecido en el artículo 97 de su Ley Orgánica. Al 7 de julio del 2016, el diferencial de compra venta anunciado en las ventanillas de los bancos comerciales de Costa Rica fue de 12,69 colones, lo cual representa un 2.34% de margen.

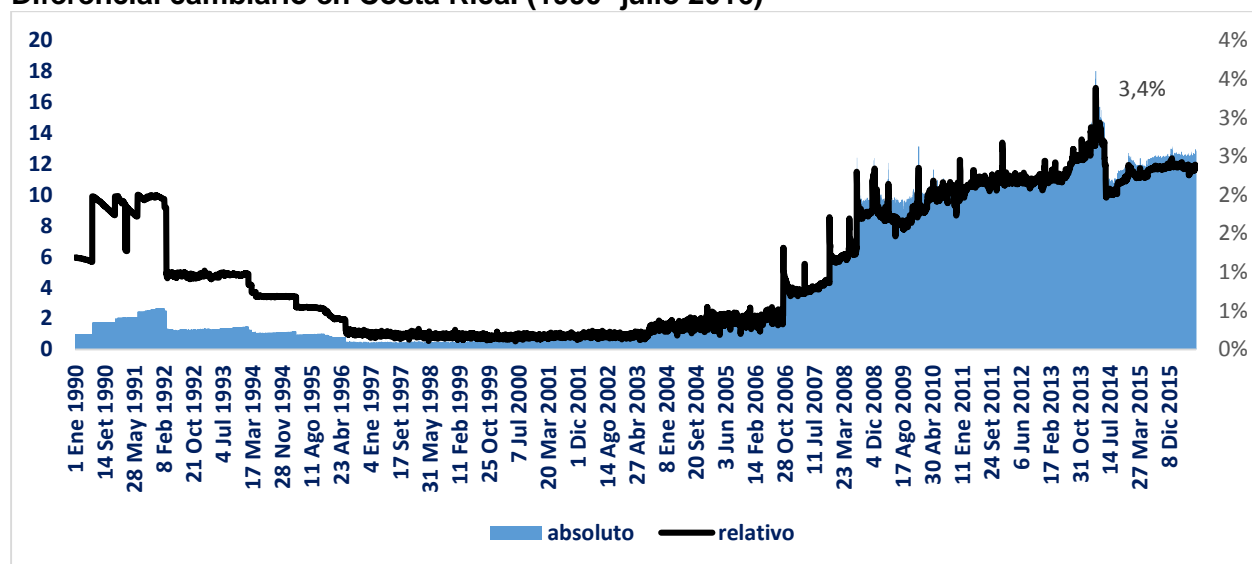
También resulta de particular interés indicar que, por ese concepto, el Sistema Financiero Nacional percibió durante el año 2015, según los Estados Financieros publicados en la página web de la SUGEF, 206 millones de dólares de ingresos brutos, lo que representa un 8% del resultado operacional del sistema para ese período.

El gravamen del 25% para el Banco Central le representó ingresos por cerca de 50 millones de dólares, equivalente a un 39% de los ingresos totales de dicha entidad, así como un 45% del total de gastos anuales, lo anterior según los Estados Financieros Auditados publicados en su sitio web para el año 2015.

En consecuencia, para ambas entidades es una muy buena fuente de ingresos, pero a su vez, se constituye en una distorsión que encarece las liquidaciones de compra y de venta para los exportadores e importadores de bienes y servicios del país.

El gráfico 2 presenta el diferencial cambiario reportado por los bancos en sus ventanillas, tanto en valores absolutos, colones, así como en términos porcentuales:

**Gráfico 2**  
**Diferencial cambiario en Costa Rica. (1990- julio 2016)**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

En cuanto al tipo de cambio real, el Banco Central de Costa Rica lo estima por medio de la relación bilateral con los Estados Unidos o bien, a través de las relaciones multilaterales con una canasta de diferentes socios comerciales, cuyo peso o importancia relativa se modifica en el tiempo según varíe los patrones de comercio internacional. A este tipo de cambio real se le conoce como el Tipo de Cambio Real Multilateral con Ponderaciones Móviles y tiene como año base 1997. Los ponderadores utilizados para el año 2013 reflejan la importancia relativa de los principales socios comerciales del país y para estimar sus niveles de precios, se utiliza el Índice de Precios al Consumidor, cuando existe dicha variable, o en su lugar, el Índice de Precios al Productor<sup>1</sup> (cuadro 1).

<sup>1</sup> Para un mayor detalle sobre la metodología de cálculo del tipo de cambio real en Costa Rica, ver la Nota Técnica que se adjunta en la página de internet del Banco Central, en la sección de Indicadores Económicos, Sector Externo, tipo de cambio real multilateral.

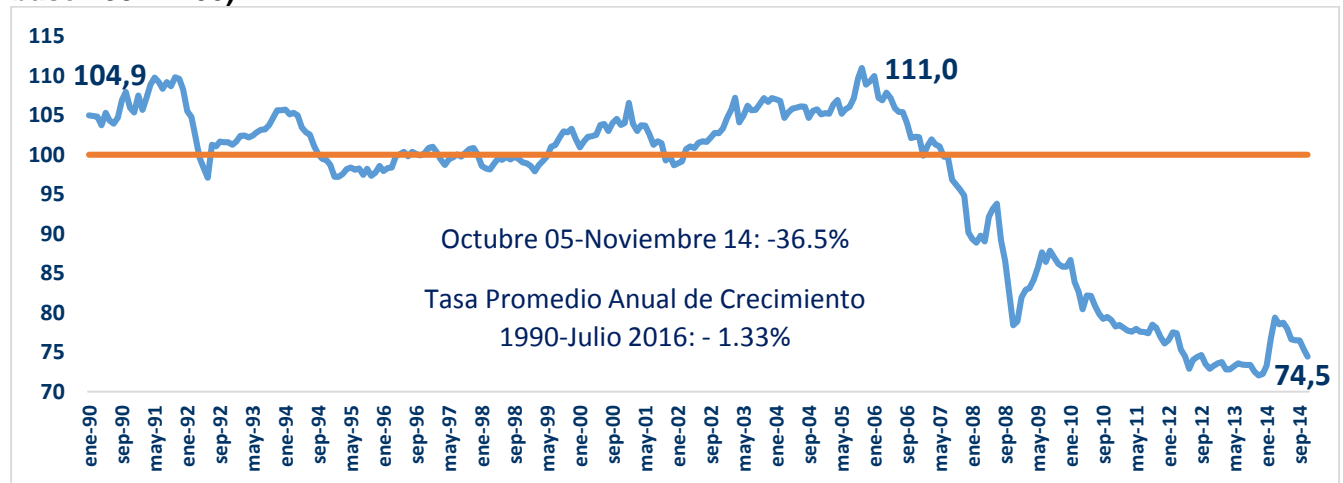
**Cuadro 1**  
**Ponderadores de Comercio Internacional para cálculo de Tipo de Cambio Real Multilateral con Ponderadores Móviles. (2013)**

Socios Comerciales	Ponderaciones
Estados Unidos	47,10%
Zona Euro	12,00%
China	11,50%
México	5,40%
Guatemala	3,40%
Panamá	3,30%
Japón	2,90%
Nicaragua	2,50%
Salvador	1,90%
Honduras	1,80%
Colombia	1,70%
Canadá	1,40%
Reino Unido	1,40%
Chile	1,30%
Brasil	1,20%
R. Dominicana	1,20%

Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

La evolución del tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos y Costa Rica se puede observar en el gráfico 3, de enero 1990 hasta noviembre del 2014, que es la última cifra que aparece en los datos publicados por el Banco Central en su sitio web.

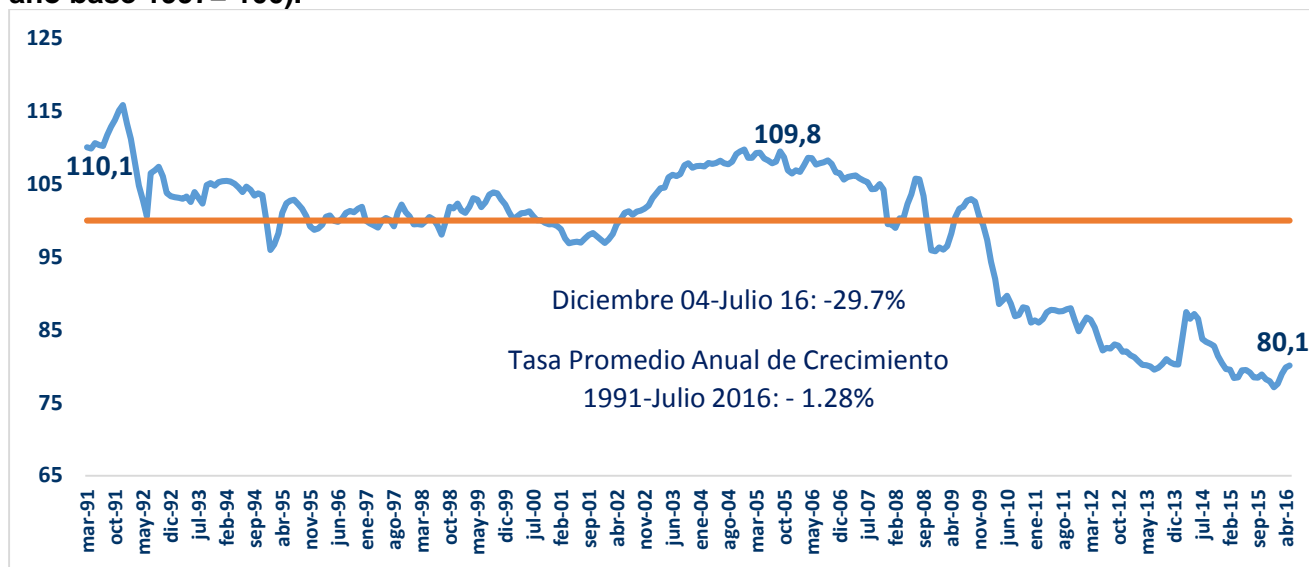
**Gráfico 3**  
**Índice de tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos. (1990-noviembre 2014, año base 1997= 100).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

En el gráfico 4 se observa la evolución del tipo de cambio real según la metodología de cálculo de relación de comercio multilateral y con ponderaciones móviles.

**Gráfico 4**  
**Índice de tipo de cambio real multilateral con ponderadores móviles. (1991-mayo 2016, año base 1997= 100).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

Con ambas metodologías, sea la bilateral o multilateral, la conclusión es la misma: se ha dado una apreciación real del tipo de cambio, con mayor claridad a partir del año 2006 y hasta la fecha, estimada entre un 30% a un 37%. Además, desde principios del año 1991 a la fecha, el tipo de cambio real se ha apreciado anualmente a una tasa anual promedio de un 2.71%.

## 5. Esquemas para la fijación del tipo de cambio

A lo largo de la historia económica de los diferentes países, han existido distintos esquemas para la fijación de un precio tan relevante como lo es el tipo de cambio. Por muchos años se tuvo esquemas de tipo de cambio fijo conocidos como el sistema del patrón oro o del patrón dólar, en donde los países establecían el valor de sus monedas respecto al oro o al dólar estadounidense y lo mantenían fijo a lo largo del tiempo. Sin embargo, ante un mundo comercial más dinámico y competitivo y debido a diferentes crisis económicas y a la libre movilidad de capitales, a mediados de la década de los años 70, los países empezaron a mostrar preferencias por tipos de cambio más flexibles o libres, determinados por las fuerzas de la oferta y la demanda, o sea una preferencia por tipos de cambio determinados por el mercado.

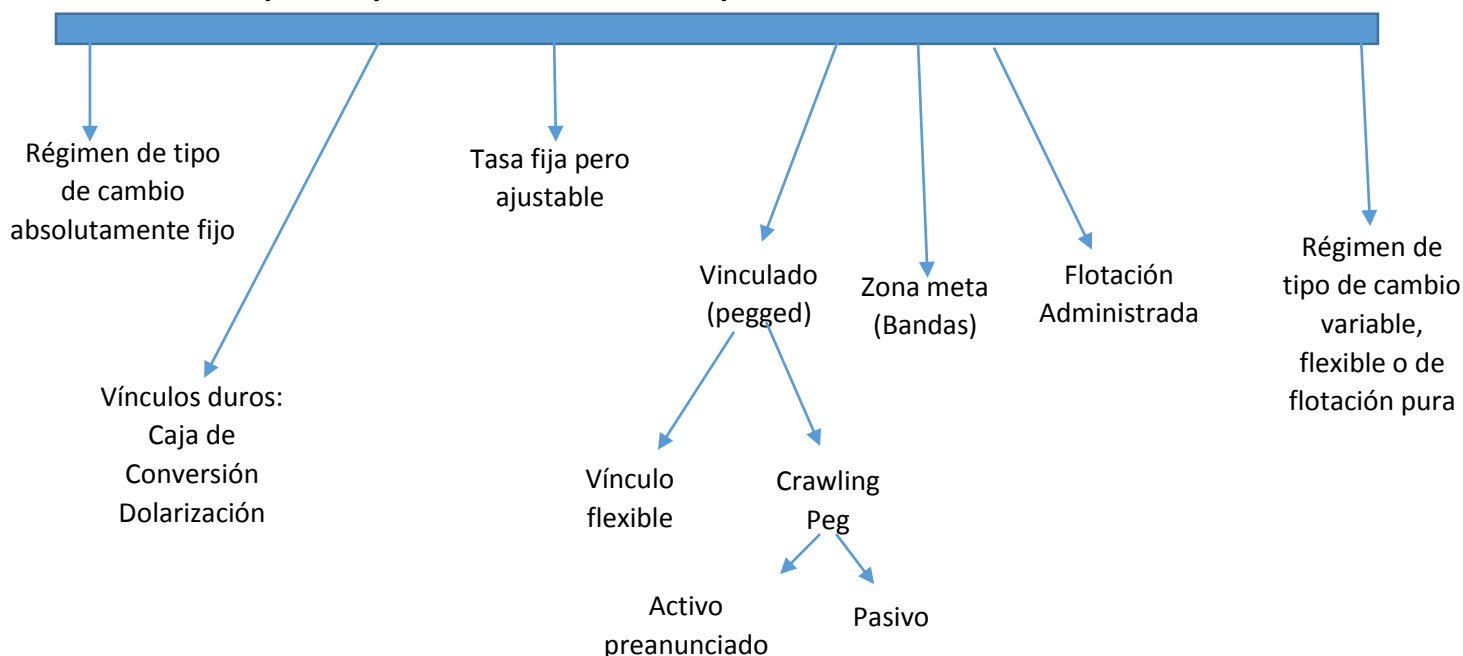
Dado que se trata de un precio tan relevante y que los mercados no necesariamente operan eficientemente, así como la existencia de distorsiones, especialmente fuerzas especulativas que tratan de influenciar la fijación del tipo de cambio para obtener



ganancias financieras, los bancos centrales han optado por esquemas intermedios en donde el tipo de cambio fluctúa según el mercado, pero el Banco Central se reserva el derecho de intervenir cuando, con base en criterios objetivos, considere que hay sesgos o distorsiones coyunturales en la oferta y demanda de divisas, pero sin afectar las tendencias que dictan las fuerzas fundamentales del mercado.

En ese sentido, Corden (2002, p. 62), resume los diferentes esquemas conocidos para la fijación del tipo de cambio, desde los dos extremos, el tipo de cambio fijo y el tipo de cambio totalmente variable, dependiendo de los grados de intervención y formas de hacer conocer al público la participación del Banco Central en el mercado cambiario (gráfico 5).

**Gráfico 5**  
**Diferentes esquemas para determinación del tipo de cambio**



Fuente: Corden, W. M. (2002) Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes.

Para el caso de Costa Rica, de acuerdo con el artículo 85 de la Ley Orgánica del Banco Central, la determinación del sistema de fijación de tipo de cambio es responsabilidad de su Junta Directiva, según sean las circunstancias económicas prevaletentes. Sin embargo, cualquier régimen que establezca deberá garantizar la libre conversión de la moneda nacional por otras monedas.

Históricamente, durante el siglo XIX, se tuvo preferencia por los tipos de cambio fijos. A principios del siglo XX, en particular en 1922, se decide optar por un esquema de paridad con el dólar de Estados Unidos hasta finales de la década de los años 70, donde a consecuencia de una crisis económica, se tuvo una devaluación severa de 8.60 colones por dólar a más de 60 colones por dólar.

Al entrar el país en un ambiente de incertidumbre e inestabilidad, las autoridades del Banco Central decidieron migrar a un régimen de paridad ajustable en 1984, el cual se mantuvo por más de 25 años. A este sistema se le conoce como el sistema de minidevaluaciones o “crawling peg” (en inglés), el cual consiste en mantener una pauta o ritmo de devaluación progresivo y gradual en el tiempo. El fundamento detrás del esquema de minidevaluaciones es la Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo, la cual establece en resumen que, para mantener la competitividad de las exportaciones, es necesario ajustar periódicamente el tipo de cambio nominal según el diferencial de tasas de inflación, entre Costa Rica y sus principales socios comerciales<sup>2</sup>.

El sistema de minidevaluaciones fue exitoso en cuanto a lograr recuperar la estabilidad económica y mantener un tipo de cambio real competitivo. Sin embargo, el país entró en una inercia inflacionaria, en el tanto en que se exigía mantener ajustes salariales al menos iguales a las devaluaciones nominales del colón. De igual forma, se le critica a este sistema que promovió un excesivo endeudamiento en dólares por parte de las empresas y familias, pues al conocerse de antemano los ajustes diarios del tipo de cambio, se percibía que no existía riesgo cambiario ocurriendo en la práctica una preferencia por la deuda en dólares<sup>3</sup>, especialmente por las tasas de interés más bajas en esa moneda.

En octubre del 2006, el régimen cambiario fue modificado a un sistema de bandas, que consiste en definir un rango de oscilación del tipo de cambio nominal según las condiciones del mercado, pero el Banco Central se reservaba el derecho a intervenir cuando se produzcan oscilaciones que modifiquen las tendencias de mediano plazo. De esa manera, se definió un límite superior, conocido como el “techo” de la banda y un límite inferior, conocido como el “piso” de la banda. A la diferencia se le conocía como el ancho de la banda cambiaria y su determinación obedeció a criterios técnicos del Banco Central<sup>4</sup>.

A partir de ese momento, se eliminó el anclaje cambiario al que estaba sujeta la política monetaria y se pretendía darle mayor flexibilidad a la fijación del tipo de cambio, con el propósito de mejorar la efectividad del Banco Central en la consecución de su objetivo prioritario, según el artículo 2 de su Ley Orgánica, como lo es el control de la inflación, al romper la inercia que existía en el régimen anterior, entre el ritmo de devaluación del colón y los ajustes salariales.

En el artículo 5 de la sesión 5300 del 13 de octubre del 2006, el Banco Central describe el sistema de banda cambiaria como un régimen donde dicha entidad permite *“que el tipo de cambio sea determinado libremente por el mercado, pero actuará ofreciendo comprar y vender divisas a los tipos de cambio de intervención que defina, con el propósito que el precio al cual se realicen las transacciones entre las entidades autorizadas como intermediarios cambiarios y entre ellas y el Banco Central, no*

---

<sup>2</sup> Ver The Economics of Exchange Rates, Lucio Sarno y Mark Taylor, Cambridge University Press, 2002, Capítulo 3.

<sup>3</sup> Para detalle de las ventajas y desventajas de las minidevaluaciones, véase: Experiencia de Costa Rica con el Sistema de Minidevaluaciones, Régimen Cambiario de 1984 al 2006. Félix Delgado. Academia de Centroamérica, 2006.

<sup>4</sup> Para un mayor detalle del sustento teórico de este sistema puede consultarse: Sistema de Bandas Cambiarias. Eduardo Méndez y Norman Orozco. Marzo 1996, Banco Central de Costa Rica.

*superen al Tipo de Cambio de Intervención de Venta, ni sean inferiores al Tipo de Cambio de Intervención de Compra que determine el Banco Central” (p.2).*

De esta forma, los agentes económicos pasaron de una relativa estabilidad cambiaria y una ausencia en sus cálculos económicos del riesgo cambiario, a una situación de incertidumbre y volatilidad cambiaria. En el esquema anterior, era el Banco Central quien asumía el riesgo cambiario, mientras que ahora, los agentes económicos al no existir seguridad de cuál va a ser la pauta de depreciación o apreciación del colón, deben asumir en sus cálculos financieros, dicho riesgo.

Posteriormente, el 30 de enero del 2015, el Banco Central decidió migrar a un sistema más flexible conocido como Flotación Administrada, como parte de un proceso de transición hacia un esquema monetario de metas de inflación.

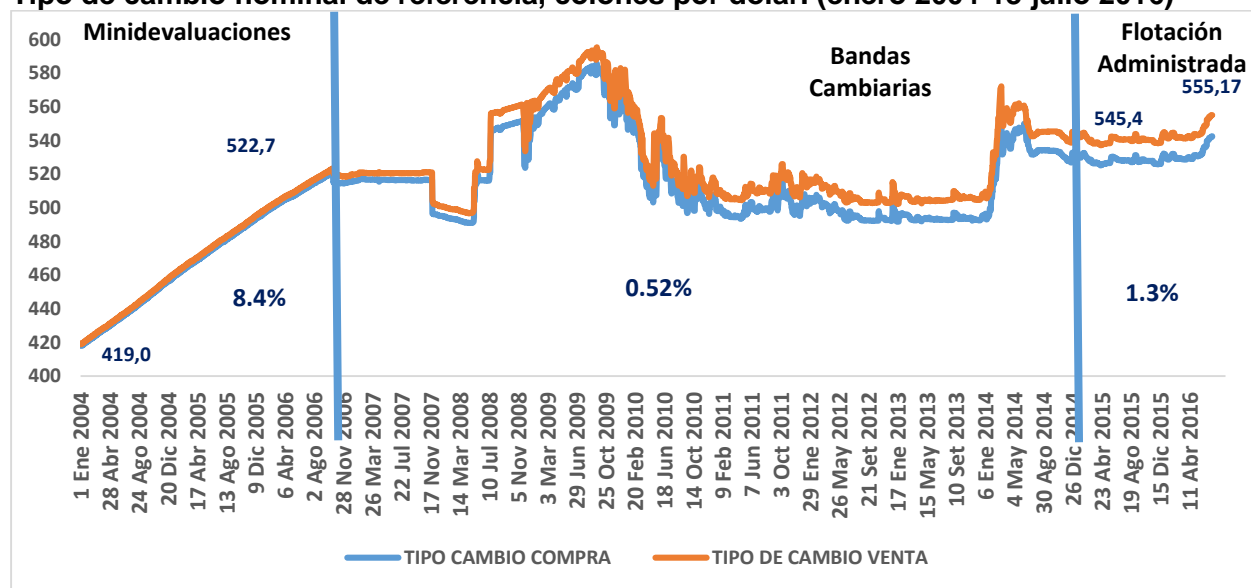
Bajo este nuevo régimen, que es el actualmente vigente y objeto de estudio de esta ponencia, el tipo de cambio es determinado por el mercado, pero, como se mencionó anteriormente, el Banco Central se reserva la posibilidad de realizar operaciones de intervención para controlar o moderar fluctuaciones significativas en este macro-precio y de esa forma, utilizando sus reservas monetarias, prevenir desvíos de su tendencia de mediano y largo plazo.

Literalmente en el artículo 5 de la sesión 5677-2015, del acuerdo de la Junta Directiva del Banco Central, se establece que “... con el esquema de flotación administrada, vigente a partir del 2 de febrero del 2015, el BCCR:

- a) *Permitirá que el tipo de cambio sea determinado por las fuerzas de oferta y demanda de divisas, pero podrá participar en el mercado cambiario con el fin de atender sus propios requerimientos de divisas y los del Sector Público no Bancario y, de manera discrecional, con el propósito de evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio.*
- b) *Podrá realizar operaciones directas o utilizar los instrumentos de negociación de divisas que estime necesarios de conformidad con la normativa vigente.*
- c) *Utilizará en sus transacciones de estabilización en el Mercado de Monedas Extranjeras las reglas de intervención definidas por la Junta Directiva del BCCR para acotar la volatilidad excesiva intra-día y entre días.*
- d) *No existe objetivo ni compromiso con un nivel particular del tipo de cambio.” (p.1)*

El gráfico 6 muestra la evolución del tipo de cambio nominal bajo los tres regímenes descritos durante los últimos 32 años. Se puede observar que durante el período de minidevaluaciones la tasa promedio anual de devaluación fue de un 8.4%; en el período de bandas la tasa promedio anual de depreciación fue apenas de un 0.52% anual y sujeto a volatilidades, mientras que, durante el período reciente de flotación administrada, en promedio se tiene una depreciación anual promedio de un 1.3%, pero con relativa estabilidad nominal de este precio.

**Gráfico 6.**  
**Tipo de cambio nominal de referencia, colones por dólar. (enero 2004-13 julio 2016)**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

El cuadro 2 presenta un resumen de indicadores estadísticos para las diferentes series del tipo de cambio nominal de compra en ventanilla de los bancos para los diferentes regímenes cambiarios analizados.

Si bien el objetivo del Banco Central indicado al migrar a los nuevos sistemas cambiarios es lograr una mayor volatilidad y flexibilidad en el tipo de cambio, lo cierto es que, en la práctica, por el contrario, este ha estado fluctuando cada vez menos, pasando de una variabilidad promedio diaria de un 6.5%, bajo el régimen de mini devaluaciones a un 4.9% bajo las bandas cambiarias y a un 0.6% en lo que lleva de aplicación el régimen de flotación administrada. La anterior situación tiene repercusiones importantes sobre la actividad económica, como se explicará posteriormente.

**Cuadro 2**  
**Indicadores Estadísticos para períodos según Régimen Cambiario**

Régimen	Promedio	Desviación estándar	Coficiente de variación <sup>1/</sup>
Minidevaluaciones	471,5	30,4	6,5%
Bandas Cambiarias	518,5	25,7	4,9%
Flotación Administrada	529,6	3,3	0,6%

Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

1/ Se define como la relación de la desviación estándar al promedio de la serie.

## 6. Determinantes del tipo de cambio en Costa Rica

El artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central (1995) establece como su objetivo prioritario mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas. En ese sentido, la política de gestión del tipo de

cambio, la cual es parte de la política económica en general, comprende el conjunto de acciones que toma el Banco Central en procura de que el comportamiento del tipo de cambio sea congruente con las condiciones que privan en el mercado, así como con la evolución de las variables que determinan este macro-precio en el largo plazo.

A principios del año 2011, el Banco Central estableció un esquema de política monetaria supeditada a la consecución de metas de inflación, lo cual requiere, entre otros requisitos, que haya independencia del régimen cambiario respecto a dicha política. Con base en lo anterior, un esquema cambiario flexible permite que la política monetaria sea cada vez más efectiva en la consecución de los objetivos de inflación previamente establecidos.

Resulta de particular interés, para identificar los determinantes del tipo de cambio nominal, analizar la evolución de la Balanza de Pagos del país, entendida esta como un registro de los movimientos anuales de divisas provenientes del intercambio comercial y financiero entre un país y el resto del mundo. Para el registro de estos flujos, existen diferentes metodologías, siendo la última versión emitida por el Fondo Monetario Internacional, el Manual de Balanza de Pagos versión 6 (MBP6)<sup>5</sup>.

Los flujos anuales que se presentan en la Balanza de Pagos tienen una incidencia sobre la determinación del tipo de cambio, por lo que resulta de particular interés analizar las siguientes cuentas de dicho registro:

1. La Balanza de Cuenta Corriente: refleja los flujos de divisas provenientes del comercio de bienes, servicios (entre ellos el turismo) y rentas de los factores de la producción locales en el exterior y de los extranjeros operando en el país. Se contabilizan en esta cuenta los flujos de dinero provenientes de las exportaciones, importaciones de bienes y servicios y las remuneraciones por concepto de salarios, dividendos, otras rentas, así como transferencias por remesas del y al exterior.
2. Los flujos de origen financiero que se registran en la Cuenta Financiera. Para una mejor comprensión del impacto de los mismos en el tipo de cambio, para esta ponencia estos flujos se han dividido en aquellos provenientes de la IED; financiamiento neto del exterior al sector público consolidado y otros conceptos.
3. Los flujos que resultan por diferencia de la Cuenta Corriente con la Cuenta Financiera y variación de las Reservas Monetarias Internacionales, son explicados por Errores, Omisiones y Movimientos de Capital de Origen no identificado. Se le conoce a esta subcuenta como la Cuenta de Errores y Omisiones.

---

<sup>5</sup> Para un análisis detallado de los conceptos y cambios respectivos, puede verse: Costa Rica: Adopción del Sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6), Documento Metodológico, Banco Central de Costa Rica, junio 2014.

En ese sentido, en el cuadro 3 se presenta un resumen de la Balanza de Pagos, según el Manual versión 6, desde el año 2000 hasta el año 2015. Debe hacerse la observación que los datos que aquí se muestran fueron obtenidos de la página web del Banco Central con fecha 30 de junio del 2016; estas cifras son preliminares, dado que aún se está en proceso de migración del Manual 5 al 6, con lo cual todavía se están haciendo ajustes en las cifras correspondientes.

**Cuadro 3**  
**Resumen de la Balanza de Pagos MBP6, millones de dólares, (2000-2015).**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>A. CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-709</b>	<b>-530</b>	<b>-875</b>	<b>-909</b>	<b>-697</b>	<b>-906</b>
Bienes y servicios	-46	79	-268	-284	-77	-361
Exportaciones	6.483	6.507	6.536	7.063	7.901	8.766
Importaciones	6.529	6.428	6.803	7.347	7.978	9.127
Bienes	-1.001	-1.046	-1.350	-1.448	-1.422	-2.046
Exportaciones	4.180	4.195	4.269	4.607	5.120	5.569
Importaciones	5.181	5.241	5.619	6.056	6.543	7.615
Servicios	955	1.125	1.082	1.165	1.345	1.685
Exportaciones	2.303	2.312	2.267	2.456	2.781	3.197
Importaciones	1.348	1.188	1.184	1.291	1.436	1.512
Ingreso primario	-713	-750	-778	-807	-810	-799
Ingreso secundario	50	141	170	181	190	254
<b>B. CUENTA DE CAPITAL</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>25</b>	<b>13</b>	<b>15</b>
<b>C. A+B Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-) (A+B)</b>	<b>-692</b>	<b>-511</b>	<b>-862</b>	<b>-884</b>	<b>-685</b>	<b>-891</b>
<b>D. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>-343</b>	<b>-389</b>	<b>-762</b>	<b>-970</b>	<b>-889</b>	<b>-1.566</b>
Inversión directa neta	-616	-553	-591	-622	-877	-1.379
Flujos al Sector Público	61	-91	-141	-132	119	165
Resto de flujos financieros	212	256	-31	-216	-131	-352
<b>E.= D-C+F ERRORES Y OMISIONES NETOS</b>	<b>197</b>	<b>135</b>	<b>263</b>	<b>252</b>	<b>-124</b>	<b>-282</b>
<b>F. ACTIVOS DE RESERVA</b>	<b>-152</b>	<b>13</b>	<b>163</b>	<b>339</b>	<b>80</b>	<b>393</b>

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>A. CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-993</b>	<b>-1.505</b>	<b>-2.614</b>	<b>-613</b>	<b>-1.254</b>
Bienes y servicios	-618	-1.271	-2.408	96	-416
Exportaciones	9.892	10.994	12.118	10.776	12.514
Importaciones	10.510	12.265	14.526	10.681	12.930
Bienes	-2.533	-3.455	-5.145	-2.582	-3.548
Exportaciones	6.311	6.874	7.514	6.623	7.493
Importaciones	8.843	10.329	12.659	9.205	11.040
Servicios	1.914	2.184	2.738	2.678	3.132
Exportaciones	3.581	4.120	4.604	4.154	5.021
Importaciones	1.667	1.936	1.867	1.476	1.889
Ingreso primario	-708	-694	-622	-1.053	-1.226
Ingreso secundario	333	460	416	345	388
<b>B. CUENTA DE CAPITAL</b>	<b>1</b>	<b>21</b>	<b>7</b>	<b>58</b>	<b>54</b>
<b>C. A+B Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-) (A+B)</b>	<b>-992</b>	<b>-1.484</b>	<b>-2.607</b>	<b>-554</b>	<b>-1.201</b>
<b>D. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>-1.655</b>	<b>-2.403</b>	<b>-2.657</b>	<b>-641</b>	<b>-2.207</b>
Inversión directa neta	-1.582	-1.812	-2.240	-1.340	-1.589
Flujos al Sector Público	45	-324	295	-748	-600
Resto de flujos financieros	-118	-267	-712	1.448	-18
<b>E.= D-C+F ERRORES Y OMISIONES NETOS</b>	<b>368</b>	<b>229</b>	<b>-398</b>	<b>174</b>	<b>-446</b>
<b>F. ACTIVOS DE RESERVA</b>	<b>1.031</b>	<b>1.148</b>	<b>-348</b>	<b>260</b>	<b>561</b>

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>A. CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-2.274</b>	<b>-2.411</b>	<b>-2.431</b>	<b>-2.486</b>	<b>-2.382</b>
Bienes y servicios	-1.195	-1.364	-995	-831	-447
Exportaciones	14.084	15.131	15.815	16.547	16.745
Importaciones	15.278	16.495	16.811	17.378	17.192
Bienes	-5.027	-5.348	-5.559	-5.376	-5.060
Exportaciones	8.301	8.923	8.866	9.549	9.404
Importaciones	13.329	14.271	14.425	14.925	14.464
Servicios	3.833	3.984	4.564	4.545	4.613
Exportaciones	5.782	6.209	6.949	6.998	7.341
Importaciones	1.949	2.224	2.386	2.453	2.728
Ingreso primario	-1.427	-1.456	-1.828	-2.067	-2.370
Ingreso secundario	348	408	392	412	435
<b>B. CUENTA DE CAPITAL</b>	<b>22</b>	<b>46</b>	<b>8</b>	<b>-28</b>	<b>31</b>
<b>C. A+B Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-) (A+B)</b>	<b>-2.252</b>	<b>-2.365</b>	<b>-2.423</b>	<b>-2.514</b>	<b>-2.350</b>
<b>D. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>-3.009</b>	<b>-4.144</b>	<b>-3.547</b>	<b>-2.715</b>	<b>-3.200</b>
Inversión directa neta	-2.328	-1.803	-2.401	-2.553	-2.542
Flujos al Sector Público	-905	-1.843	-2.488	-1.225	-1.858
Resto de flujos financieros	224	-498	1.342	1.063	1.200
<b>E.= D-C+F ERRORES Y OMISIONES NETOS</b>	<b>-625</b>	<b>331</b>	<b>-663</b>	<b>-315</b>	<b>-206</b>
<b>F. ACTIVOS DE RESERVA</b>	<b>132</b>	<b>2.110</b>	<b>461</b>	<b>-113</b>	<b>644</b>

Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

Se observa que el país es permanentemente deficitario en su Cuenta Corriente, es decir, el país importa más bienes y servicios de los que exporta.

Este déficit es creciente con el tiempo y se explica principalmente por la Balanza de bienes, cuyo faltante de divisas alcanza una suma de más de 5 mil millones de dólares para el año 2015. Sin embargo, la economía ha venido sufriendo un cambio estructural y la Balanza de Servicios ha crecido de forma importante, generando un superávit en el año 2015 de 4.6 miles de millones de dólares, el cual compensa en más de un 90% el faltante neto por el comercio de bienes. Finalmente, cada vez es de mayor relevancia la remuneración neta a factores de producción del exterior, básicamente por concepto de remisión de dividendos por parte de la IED, explicado por los factores de la producción externos que operan en el país.

La remuneración neta a factores del exterior, conocido como Ingreso Primario, alcanzó un déficit de 2.4 miles de millones de dólares. De esta manera, la consolidación de la Balanza de bienes, con la de servicios y los ingresos netos por remuneración de factores y remesas, representan históricamente un faltante o déficit de comercio de bienes y servicios cercano al 5% del PIB del país.



Estas sumas se traducen en una demanda neta por dólares que se ve reflejada en el mercado cambiario, conocida como una demanda debido a los fundamentales de la economía, lo cual presiona el colón hacia una depreciación.

Estos flujos provenientes del comercio de bienes y servicios, son a su vez compensados por los movimientos financieros que se registran en la Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos. Se puede observar en los cuadros que tradicionalmente el país ha sido un importador de capitales del exterior, con un saldo superavitario que en los últimos años más que compensa los faltantes de bienes y servicios. Por ejemplo, para el 2015, el ingreso neto de capitales fue por 3.2 miles de millones de dólares, lo cual cubrió el déficit de Cuenta Corriente, e incluso generó un excedente de más de 800 millones de dólares, que revierte la tendencia a la depreciación y, por el contrario, ayuda a explicar el por qué principalmente bajo el régimen de bandas se presentó una apreciación nominal del colón.

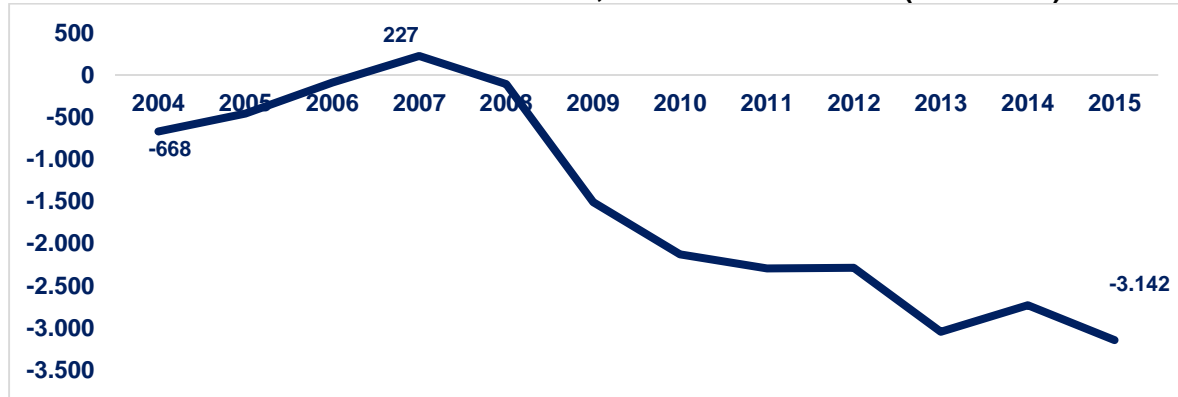
Al observar en detalle los componentes de la Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos, si bien, existe un fundamental de la economía de mucha relevancia como lo es la IED, que se ha incrementado de 616 millones de dólares en el año 2000 a 2.5 miles de millones de dólares en el 2015, con una tasa de crecimiento promedio anual de un 10%; el sector público se ha encargado de incrementar esta afluencia de dólares a la economía con un financiamiento neto externo que ha pasado de 61 millones de dólares en el año 2000 a 1.8 miles de millones de dólares en el 2015.

Una de las fuerzas más significativas que explica la tendencia a la apreciación del colón, es que el déficit del sector público, especialmente del gobierno central, ha sido creciente, y su financiamiento se ha dado en los últimos años con crédito y emisiones de bonos en el exterior. Dado que estos dólares se convierten a moneda local en el mercado cambiario, para cubrir gastos corrientes en colones, son una fuerza significativa que distorsiona la oferta y demanda de dólares para otros propósitos y presiona a la baja el precio del dólar en moneda local, perjudicando la competitividad de las exportaciones, el turismo y la producción de bienes que compiten con bienes importados.

En el gráfico 7 se observa el crecimiento del déficit del sector público consolidado, del año 2004 al 2015.

**Gráfico 7**

**Déficit del Sector Público No Consolidado, millones de dólares. (2004-2015)**



Fuente: Elaboración propia con base en información del Ministerio de Hacienda.

En setiembre del 2012, el Congreso de la República autorizó la Ley # 9070, denominada Emisión de Títulos Valores en el Mercado Internacional, donde se permitió que se emitieran hasta 4 mil millones de dólares, no más de mil millones de dólares por año, en los mercados internacionales, para financiar el déficit fiscal del Gobierno Central.

El cuadro 4 muestra las diferentes emisiones que se hicieron, con plazos de hasta 30 años, a tasas competitivas en los mercados internacionales, lo que económicamente tuvo el impacto de quitarle presión a las tasas de interés locales y al estrujamiento del crédito al sector privado.

No obstante, esta afluencia masiva de dólares, tuvo también un efecto significativo en la apreciación del colón, al incrementar la oferta de dólares en el mercado cambiario. Es decir, se distorsionó dicho mercado por la afluencia de estas sumas tan relevantes de dólares y dado su tamaño relativamente pequeño, el dólar se abarató, perjudicando la competitividad de las exportaciones y turismo y favoreciendo el endeudamiento en dólares, así como la importación de bienes y servicios para los residentes en el país y la preferencia por endeudarse localmente en dicha moneda.

**Cuadro 4**

**Resumen de Emisiones Soberanas de Gobierno de Costa Rica, según Ley 9070**

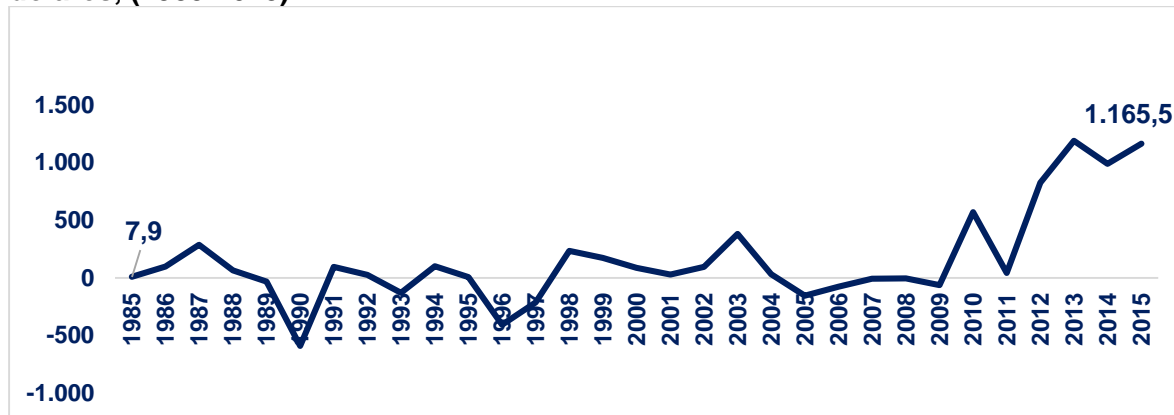
Fecha emisión	Plazo	Tasa de colocación	Monto emitido
16/11/2012	11 años	4,25%	\$1000 millones
23/4/2013	12 años	4,38%	\$500 millones
23/4/2013	30 años	5,68%	\$500 millones
4/4/2014	30 años	7%	\$1000 millones
5/3/2015	30 años	7,16%	\$1000 millones

Fuente: Elaboración propia con base en información del Ministerio de Hacienda.

El gráfico 8 refleja la variación del saldo de la deuda externa del sector público donde se puede observar cómo a partir del año 2012, coincidente con estas emisiones soberanas, el saldo de la deuda crece a un ritmo cercano a los mil millones de dólares por año.

**Gráfico 8**

**Variación del Saldo de Deuda Externa del Sector Público Consolidado, millones de dólares, (1985-2015).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del Ministerio de Hacienda.

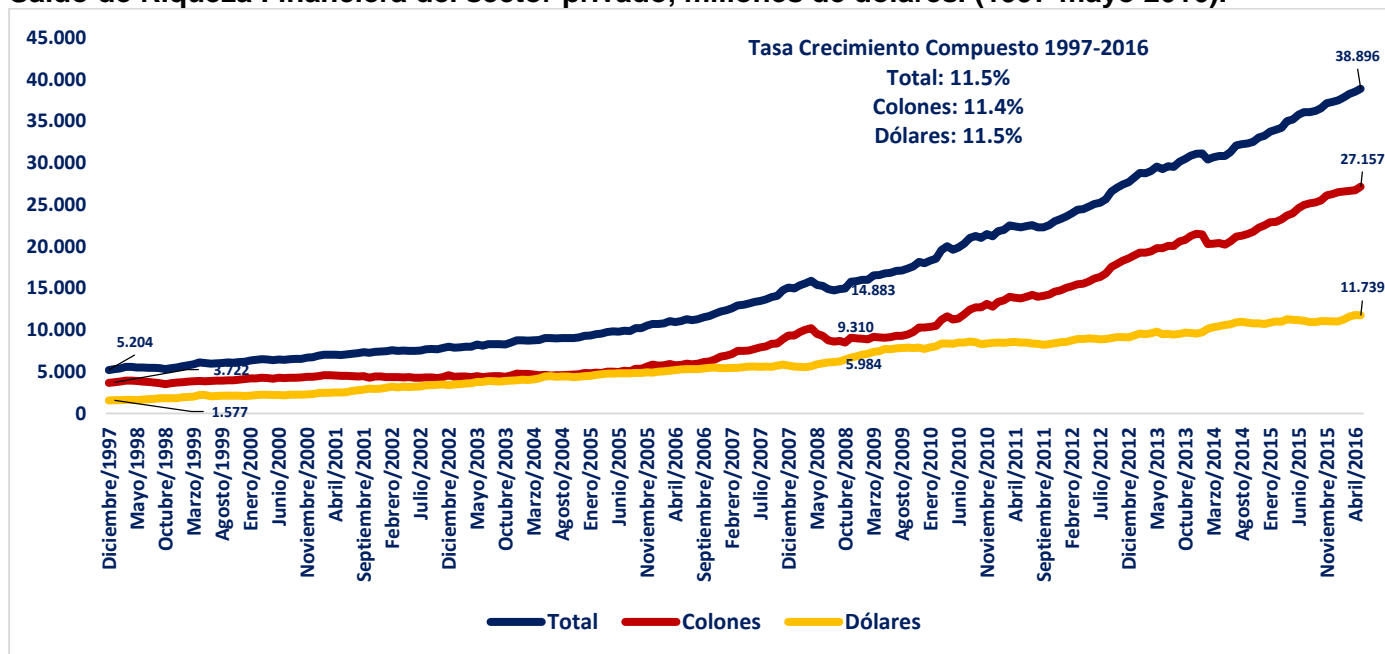
El déficit fiscal y su financiamiento explican en consecuencia parte del movimiento a la apreciación nominal y real que se ha tenido desde el año 2006 a la fecha.

Sin lugar a dudas, el fenómeno que el Gobierno Central y el Sector Público gasten más de los ingresos que reciben y la decisión de cómo financiar ese faltante, ha incidido en el bienestar futuro de los ciudadanos del país, pero además, especialmente a partir del año 2008, con la financiación del déficit vía préstamos o bonos del exterior, ha distorsionado el mercado cambiario, por medio de una sobreoferta de dólares que provocó una apreciación nominal y real del colón, que ha significado una pérdida de competitividad real de 20 puntos porcentuales del 2006, inicio del régimen de bandas cambiarias, a la fecha.

La otra cuenta que interesa observar en la Balanza de Pagos, es la que se denomina Errores, Omisiones y Capitales de Origen no identificado, especialmente en los años 2010, 2011 y del 2013 al 2015, se han tenido saldos positivos de ingreso de divisas por sumas cercanas a los 500 millones de dólares anuales que también contribuyen a incrementar la sobreoferta de dólares en el país y a presionar a una mayor apreciación del colón.

Aparte de estos factores determinantes del tipo de cambio que se observan en la Balanza de Pagos, las decisiones de los ciudadanos del país en cuanto en qué monedas mantener sus ahorros internos o solicitar sus créditos, influyen en la oferta y demanda de dólares y, por tanto, en el nivel del tipo de cambio. Estas decisiones son fuertemente afectadas por el diferencial de tasas de interés en colones en comparación con las de dólares, así como por las expectativas que tengan los ciudadanos de una depreciación (aumento del tipo de cambio) o de una apreciación del colón (reducción del tipo de cambio).

**Gráfico 9**  
**Saldo de Riqueza Financiera del sector privado, millones de dólares. (1997-mayo 2016).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

En el gráfico 9 se muestra la evolución del saldo de la Riqueza Financiera del sector privado desde 1997, tanto a nivel total como por moneda. Por Riqueza Financiera se entiende el nivel de ahorro interno del sector privado, que se mantiene en la forma de numerario (billetes y monedas), cuentas corrientes, cuentas de ahorro, certificados de depósito en los bancos comerciales, bonos de gobierno y entidades autónomas, así como bonos de estabilización monetaria del Banco Central.

Se observa cómo a mayo del 2016, se mantiene un monto ahorrado de casi 39 mil millones de dólares, de los cuales el 70% se mantiene en colones. La tasa de crecimiento anual promedio, tanto total como por moneda, para el período indicado es cercana al 11.5%. Sin embargo, a partir de julio del 2008, hay una mayor preferencia por mantener ahorros internos en colones, creciendo a un ritmo promedio del 15% mientras que los dólares crecen al 9%.

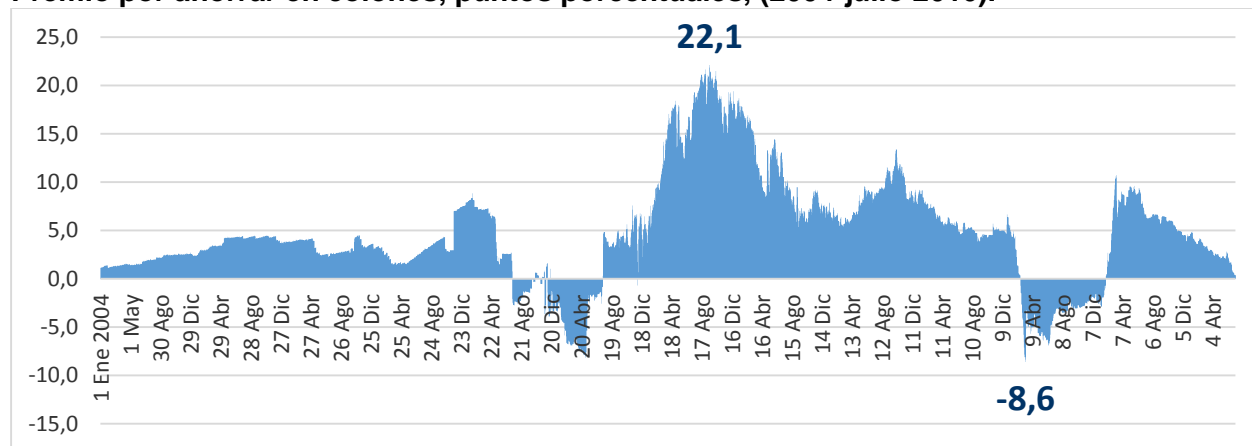
A la hora de decidir la moneda para mantener el ahorro, tanto las personas como las empresas, comparan las tasas de interés en ambas monedas, según los plazos y para el caso particular de los ahorros en dólares, se estima la expectativa de depreciación o apreciación del colón, pues esta funciona como un estímulo o un castigo por mantener los ahorros en dicha moneda. (La tasa equivalente de un ahorro en dólares, pero medido en colones se define aproximadamente como la tasa de interés en dólares más o menos, la depreciación o apreciación esperada del colón).

En ese sentido, el gráfico 10 presenta el premio por mantener ahorros en colones, medido como la diferencia entre la tasa de certificados de depósitos a 6 meses plazo en

los bancos estatales respecto a la tasa equivalente de los certificados en dólares, al mismo plazo y en los mismos bancos.

**Gráfico 10**

**Premio por ahorrar en colones, puntos porcentuales, (2004-julio 2016).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

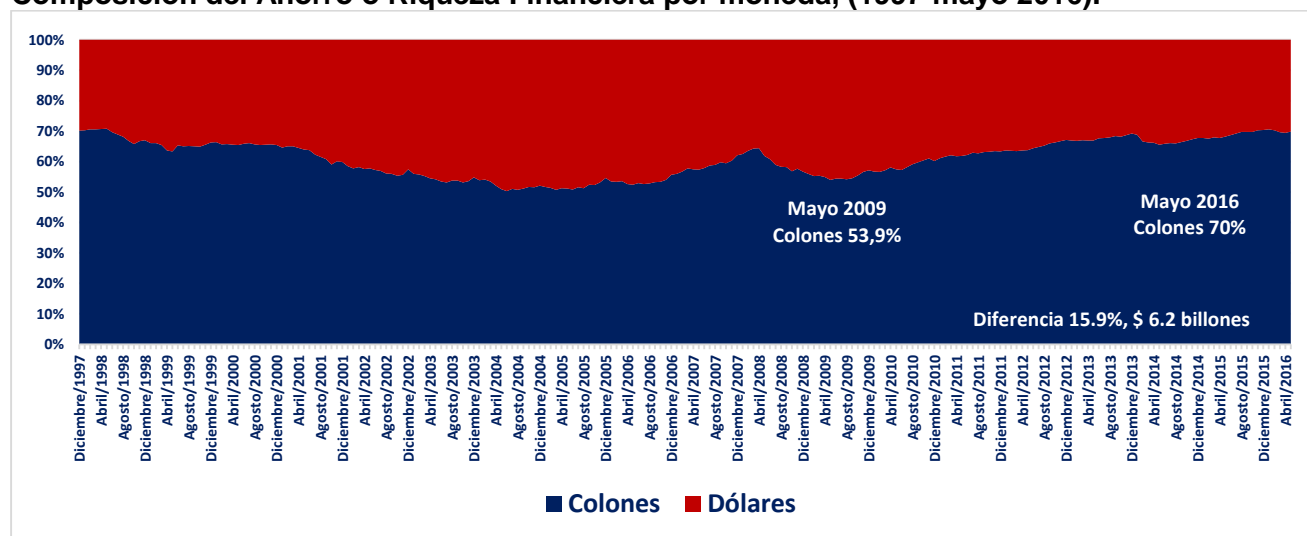
Se observa cómo en la mayoría del tiempo ha existido un premio o diferencial de tasas en favor del ahorro en colones. Solamente se observan períodos durante el 2008-2009 y el 2014, donde el premio se volvió negativo por la depreciación del colón.

Por el contrario, cuando la apreciación del colón alcanza niveles significativos, como en setiembre del 2010, el premio se vio incrementado hasta en 22 puntos porcentuales, lo cual no solo estimula a que los ahorrantes internos conviertan sus dólares a colones, sino que también atrae capitales especulativos del exterior, motivados por diferenciales o rentabilidades tan atractivas.

En el gráfico 11 se muestra la composición de la riqueza financiera por moneda. Especialmente para el período a partir de setiembre del 2009 hasta mayo 2016, los saldos ahorrados en colones se ven incrementados en casi 16 puntos porcentuales. En términos absolutos, durante este período de 7 años, los ahorrantes locales volcaron sus saldos de ahorro en dólares a colones en más de 6 mil millones de dólares, más de 800 millones de dólares por año de conversión de moneda, que afectó de manera relevante el tipo de cambio, en favor de una apreciación del colón.

Esta situación genera un círculo vicioso, pues en el tanto el régimen cambiario mantenga una relativa estabilidad o apreciación del colón, los ahorrantes vuelcan sus decisiones de ahorro de dólares a colones, lo cual a su vez presiona a una mayor apreciación de la moneda local.

**Gráfico 11**  
**Composición del Ahorro o Riqueza Financiera por moneda, (1997-mayo 2016).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

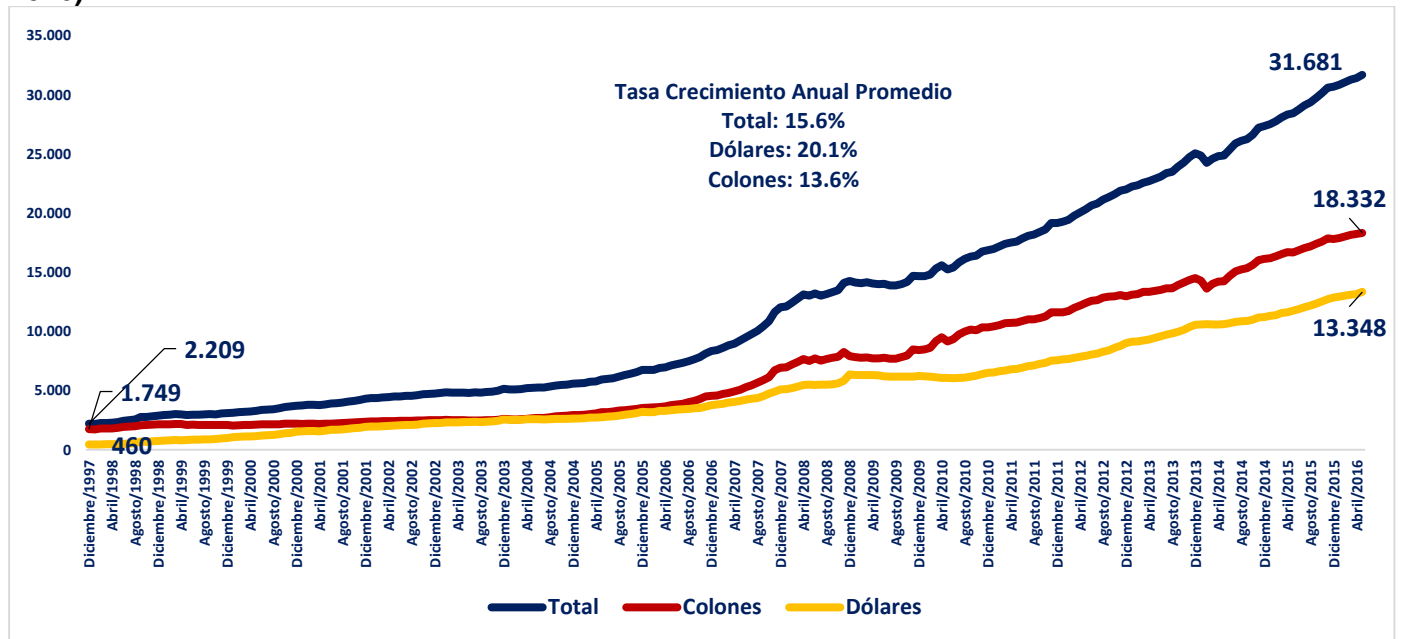
Otro de los determinantes del tipo de cambio, es la composición del Crédito Interno del Sector Privado.

Dependiendo del diferencial de tasas de interés entre colones y dólares y la expectativa de depreciación, los agentes económicos deciden en qué moneda endeudarse. De esa manera, normalmente las tasas de interés nominales en colones superan a las tasas en dólares por su componente inflacionario. Si además existe un aumento del valor del colón respecto al dólar (apreciación), los agentes van a preferir endeudarse en dólares pues existe un premio o un incentivo dado que los dólares se vuelven más baratos en la economía. Si estos dólares que se han obtenido por mayores créditos se convierten a colones, es una fuerza adicional que incrementa la apreciación de la moneda local.

El gráfico 12 muestra la evolución del crédito interno al sector privado por parte de todo el sistema financiero, el cual se incrementa de un nivel de 2.2 mil millones de dólares en diciembre de 1997 a 31.6 mil millones de dólares, o sea una tasa de crecimiento anual promedio de un 15.6%.

El comportamiento por moneda muestra que para el mismo período la demanda y colocación de créditos en dólares crece más rápidamente a un ritmo del 20% anual, mientras que la demanda y los créditos en colones solo lo hacen al 13%.

**Gráfico 12**  
**Evolución del Saldo de Crédito Interno al Sector Privado, total y por moneda, (1997-mayo 2016).**



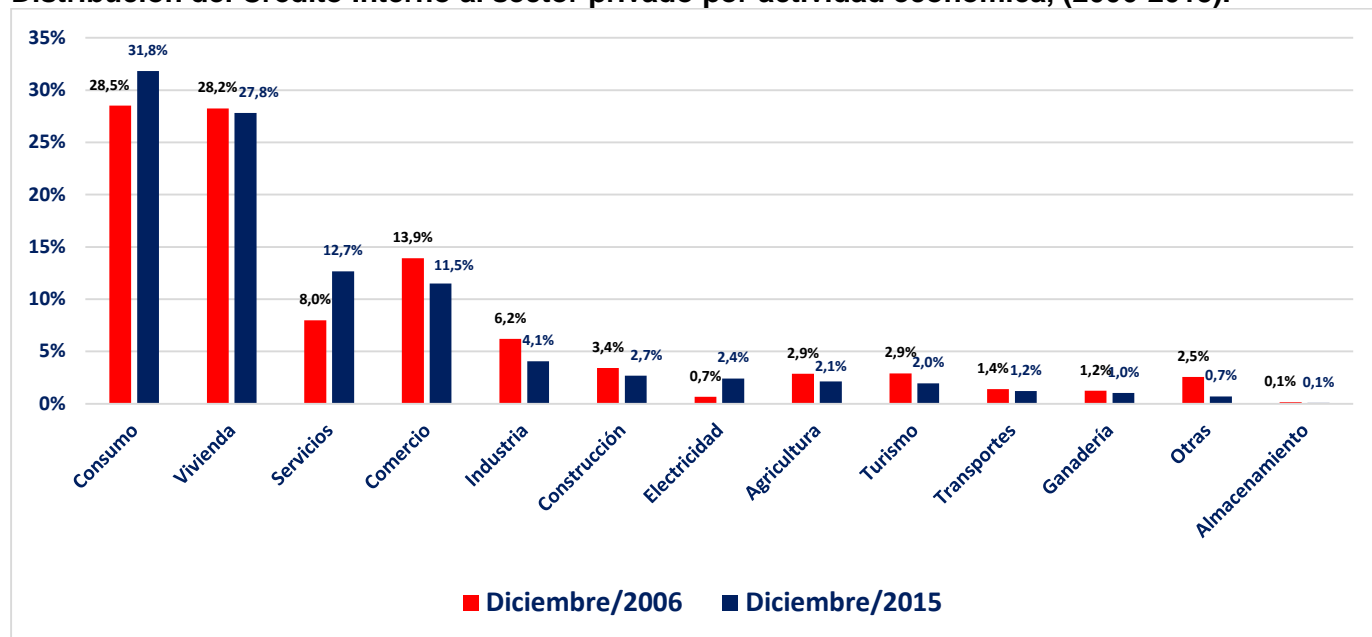
Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

La distribución del crédito interno al sector privado por ramas de actividad económica se muestra en el gráfico 13 para los años 2006 y 2015.

Destaca la importancia del sector consumo y vivienda. El primero incluye la financiación a las familias por medio de préstamos personales, tarjetas de crédito y financiamiento de vehículos. En el caso de vivienda, la regulación bancaria a mediados de los años 90 permitió una ventaja en términos de menores requerimientos de capital o patrimonio a los intermediarios en colocaciones hipotecarias para casas de habitación. Lo anterior, junto con una gran necesidad de vivienda, especialmente clase media, ha hecho que históricamente el crecimiento de créditos a este sector supere al resto de actividades.

Un aspecto relevante de mencionar, es que la economía costarricense se ha ido transformando a una actividad de mayores servicios y debido a ello se da un incremento relevante en el crédito interno a este sector. Por el contrario, la agricultura y la industria mantienen participaciones bajas y decrecientes en el tiempo.

**Gráfico 13**  
**Distribución del Crédito Interno al sector privado por actividad económica, (2006-2015).**

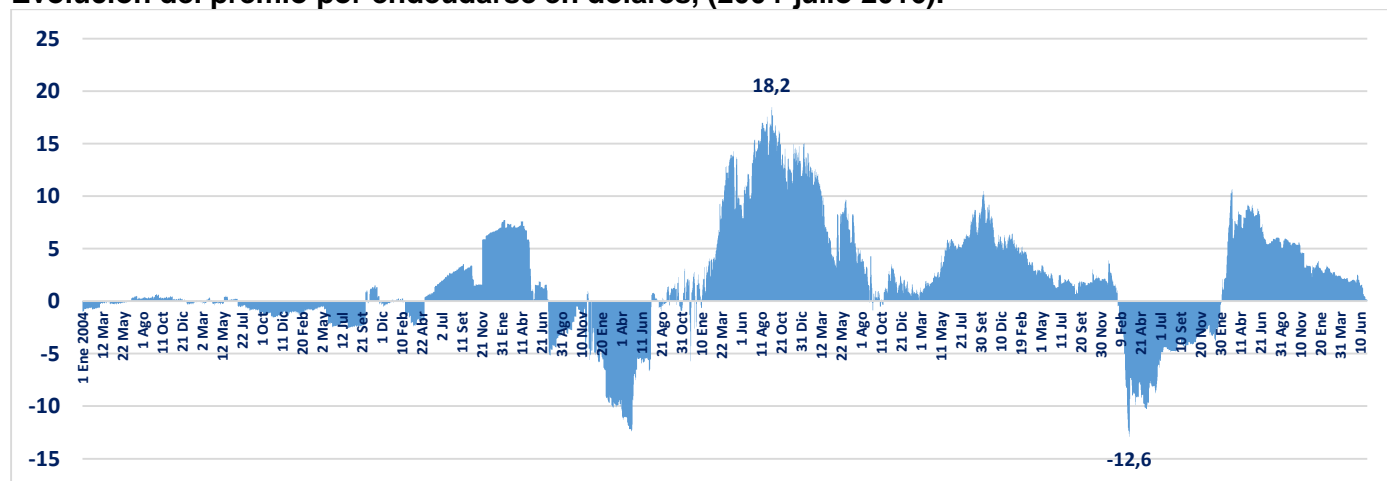


Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

El gráfico 14 muestra el premio por endeudarse en dólares calculado como la tasa de interés reportada por los bancos del estado para financiamiento de vivienda, tanto en colones como en dólares, pero ajustada ésta última, sumándole la depreciación o restándole la apreciación del colón respecto al dólar.

Puede observarse que, en el período mensual de enero 2004 a julio 2016, en la mayoría de los años ha existido un premio por endeudarse en dólares. Es en los períodos de alta depreciación, donde el premio se vuelve negativo y el público se vuelca a buscar créditos en colones, como pasó en los años 2009 y 2014.

**Gráfico 14**  
**Evolución del premio por endeudarse en dólares, (2004-julio 2016).**



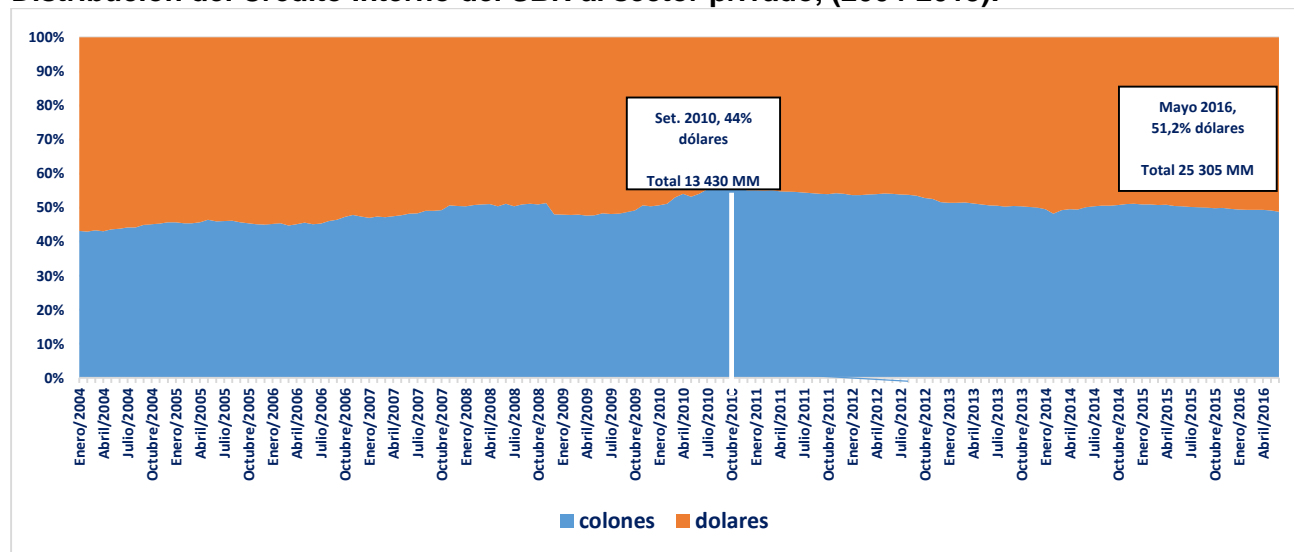
Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.



La mezcla del crédito interno según moneda, se muestra en el gráfico 15.

Dado que los intermediarios financieros, que no son bancos, tienen mayoritariamente su giro en colones, se decidió utilizar solo los saldos de crédito del Sistema Bancario Nacional (que solo incluye bancos públicos y privados y excluye otros intermediarios, y el cual representa el 80% del crédito interno total al sector privado) para reflejar mejor los cambios de mezcla de moneda debido al premio por endeudarse en dólares.

**Gráfico 15.**  
**Distribución del Crédito Interno del SBN al sector privado, (2004-2015).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

El nivel de crédito en dólares ha mantenido una tendencia creciente desde setiembre del 2009, pasando de un 44% a un 51%; esto significa que la decisión de una mayor participación de la deuda en dólares, ha implicado un incremento de la demanda por dólares de 7.2 puntos porcentuales, es decir, 1.8 mil millones de dólares que, en caso contrario, se hubiesen demandado en colones.

La apreciación del colón ha causado a su vez una preferencia de los receptores de pagos en la economía por facturar más en esta moneda y por tomar los deudores créditos en moneda extranjera.

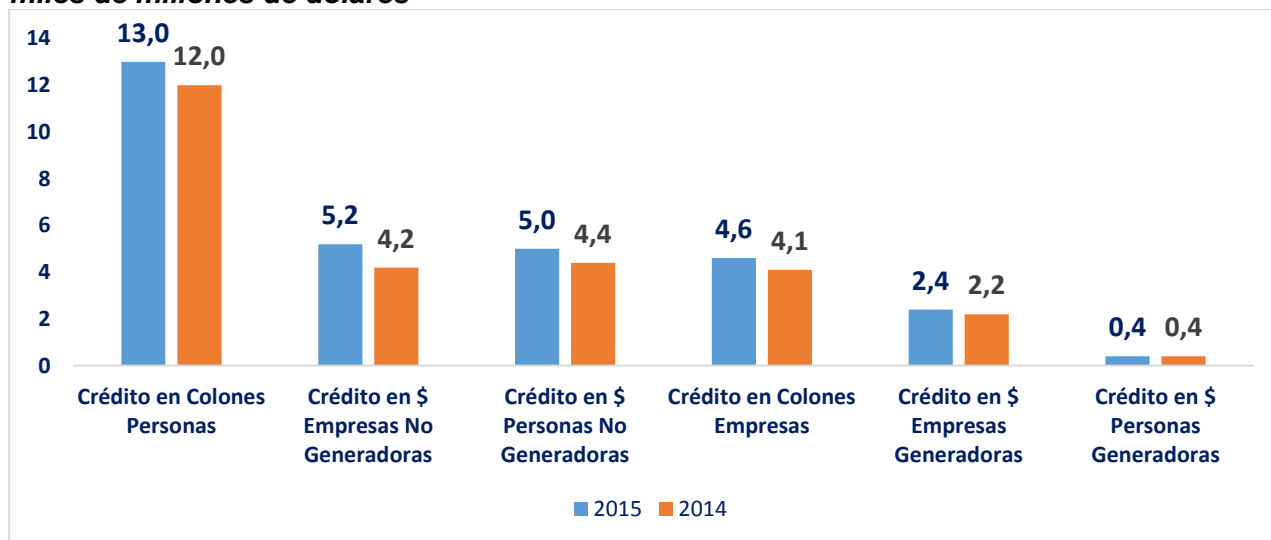
La interacción de estas dos fuerzas provoca una presión adicional para convertir dólares a colones y esto a su vez repercute adicionalmente en una mayor apreciación del colón. Tal ha sido el incentivo por endeudarse en dólares en los últimos años, motivados por el diferencial de tasas de interés y la relativa estabilidad y más aún con la apreciación del colón, que incluso hasta empresas y personas que no perciben ingresos en esa moneda, son los que más demanda han hecho por este tipo de créditos.

Esta situación de riesgo estructural a la que se ha conducido a la economía costarricense, por la apreciación del colón, se ve reflejada en el gráfico 16 para los años 2014 y 2015.

**Gráfico 16**

**Distribución del Crédito Interno del Sistema Financiero al Sector Privado por moneda y tipo de deudor, generador o no generador de dólares, (2014-2015).**

*miles de millones de dólares*



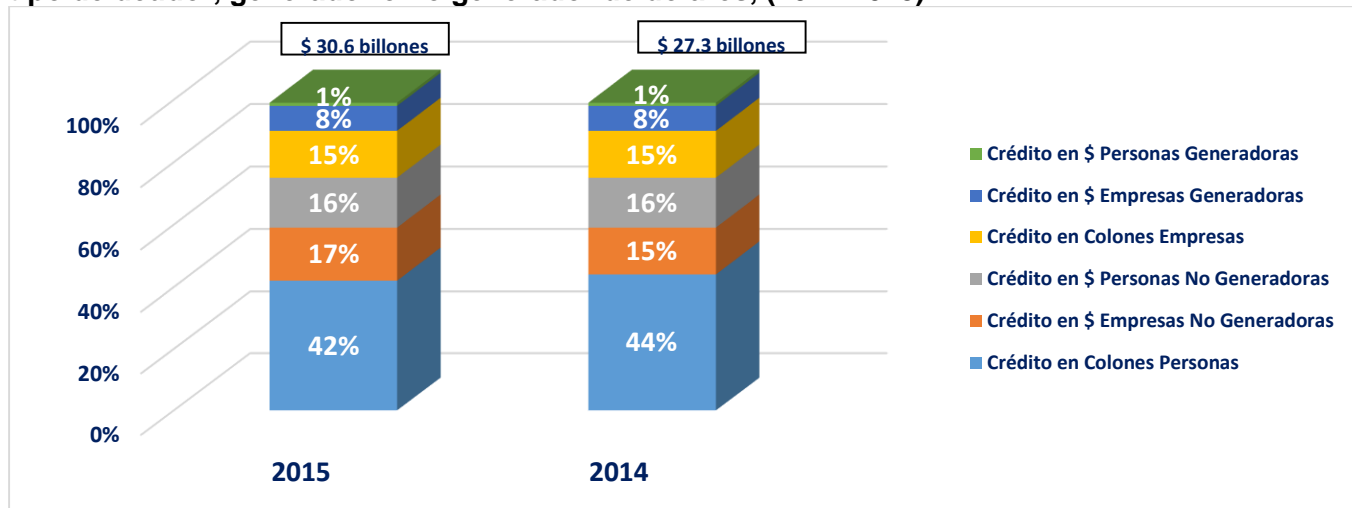
Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

El saldo total de crédito total pasó de 27.3 mil millones de dólares a 30.6 mil millones de dólares, un incremento del 12%. Es evidente que los rubros que más crecen son los créditos en dólares, tanto a empresas como a personas, sin que éstos perciban ingresos en dicha moneda.

El diferencial de tasas de interés y el nivel de estabilidad cambiaria nominal o de apreciación del colón, han inducido a que los agentes económicos prefieran endeudarse en dólares, con independencia a sus fuentes de ingresos (ver gráfico 17).

**Gráfico 17**

**Distribución del Crédito Interno del Sistema Financiero al sector privado por moneda y tipo de deudor, generador o no generador de dólares, (2014-2015).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

Se observa que la importancia del crédito a no generadoras, empresas y personas, representa el 33% del crédito interno total. Esto se conoce como una exposición a un riesgo cambiario, pues en el tanto haya una depreciación del colón, el saldo de la deuda de estos agentes se verá incrementado proporcionalmente y no así su nivel de ingreso, ocasionando un crecimiento del nivel de apalancamiento y eventualmente problemas de morosidad o falta de pago en el sistema financiero.

Por esta razón, los reguladores del Sistema Financiero en Costa Rica, tanto el Banco Central, el Consejo Nacional de Supervisión Financiera (Conassif) y la Superintendencia de Entidades Financieras (SUGEF), han venido emitiendo nuevas regulaciones con tal de minimizar el crecimiento de este tipo de créditos.

Entre otras acciones, se ha modificado la suficiencia patrimonial de los intermediarios que deciden prestar en dólares a no generadores. Por suficiencia patrimonial se entiende el porcentaje de patrimonio del intermediario que debe comprometerse o congelarse por cada dólar prestado. Este factor, para los créditos en general en Costa Rica, es de un 14%, es decir, que cada vez que un intermediario crece en sus colocaciones de crédito, por cada dólar prestado debe congelar 14 centavos de su patrimonio. Lo anterior funciona como una forma de limitar el crecimiento del crédito por parte de las autoridades regulatorias.

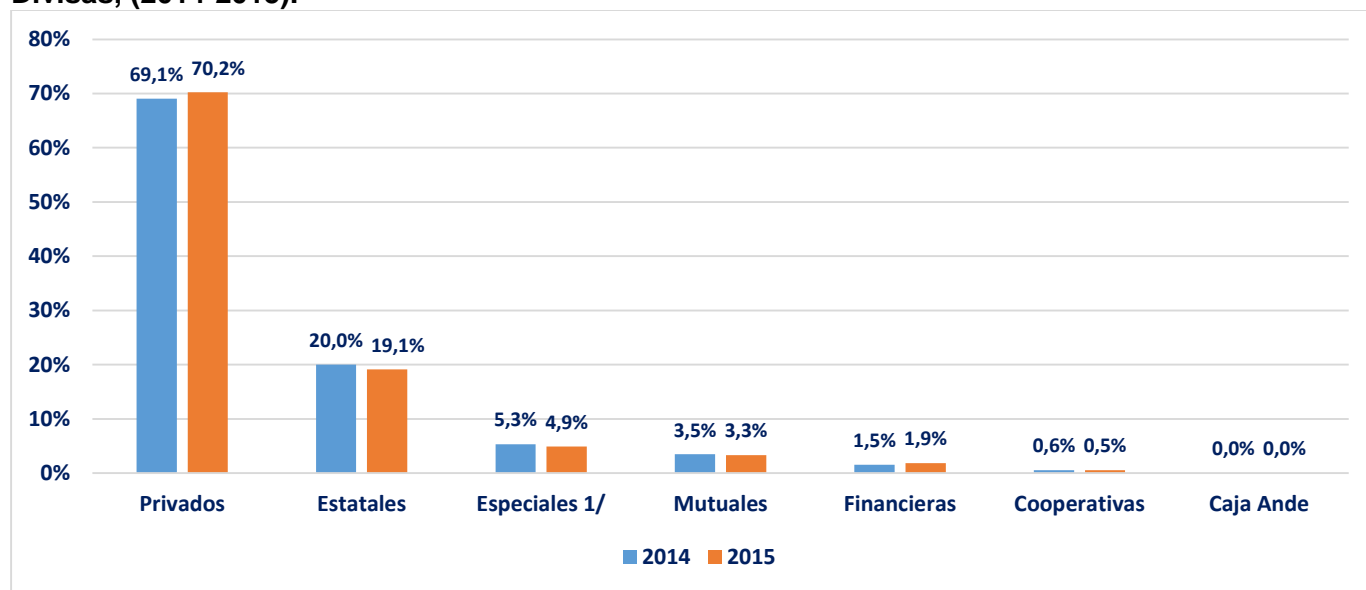
Si este crédito es colocado en vivienda, siendo que la probabilidad de incumplimiento de pago es la más baja entre todos los tipos de crédito, la suficiencia patrimonial se ve reducida en un 50% de los 14 centavos, o sea por cada dólar prestado si el destino es financiamiento de vivienda, solo deben congelarse 7 centavos de patrimonio. Esto hace que regulatoriamente exista un incentivo en favor de los intermediarios que decidan crecer en el sector de vivienda, pues al exigir menor capital o patrimonio, los créditos son más rentables.

Debido al riesgo cambiario mencionado, el cambio regulatorio exige que, si el crédito de vivienda en dólares es para personas que no perciben ingresos en esa moneda, el compromiso de capital o la suficiencia se ve incrementada de 7 centavos a 8.75. En el caso de los otros créditos que no son vivienda, en dólares a no generadores, se aumenta el compromiso de capital de 14 centavos de dólar a 17.5.

Recientemente se emitió otra nueva regulación, con aplicación gradual, que trata de poner más desincentivos al crecimiento de este tipo de crédito a no generadores, aumentando el nivel de provisión o gasto de reserva para incobrables. Así, entre mayor sea el nivel de apalancamiento que tenga el deudor (relación de servicio de deuda al ingreso) así como entre mayor sea el porcentaje de crédito respecto al avalúo de la propiedad en garantía, conocido como el “*loan to value*”<sup>6</sup>, mayor es el requerimiento o gasto para reserva de incobrables.

El gráfico 18, muestra la distribución del riesgo de crédito en dólares a personas, físicas y jurídicas, que no perciben ingresos en dicha moneda por tipo de intermediario financiero, donde se observa claramente que el mismo está concentrado en los bancos privados.

**Gráfico 18**  
**Distribución del crédito en dólares a deudores Personas Físicas No Generadores de Divisas, (2014-2015).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

Dado que el 80% de la intermediación financiera en colones sigue estando controlada por los bancos del estado y en dólares, la participación entre banca privada y estatal es más equitativa y cercana al 50%, es posible concluir que la estabilidad cambiaria nominal y el diferencial de tasas de interés entre monedas, han provocado que las reformas financieras hayan tenido mayor impacto sobre el nivel de competencia del sistema financiero en dólares.

<sup>6</sup> Para más detalle de esta regulación véase la normativa SUGEF #19-16, Reglamento para la determinación y el registro de estimaciones contracíclicas, emitida el 7 de junio del 2016.

Sin embargo, al determinar el tipo de sujetos que están percibiendo dichos créditos, se concluye que no tienen capacidad de generación en la misma moneda, generándose un riesgo estructural en el sistema ante la eventualidad de una depreciación del colón.

Lo anterior es preocupante, pues es aceptado globalmente que una crisis bancaria puede detonar en una crisis económica del país, con una afectación del potencial de crecimiento y desarrollo humano de dicha sociedad.

Finalmente, un determinante fundamental de la fijación del tipo de cambio en Costa Rica, es la posición en moneda extranjera de su patrimonio que decidan mantener los intermediarios financieros. Como se explicará a continuación, la regulación de mercado cambiario permite flexibilidad de conversión del patrimonio por moneda con un límite máximo diario, lo que se puede traducir en una mayor demanda u oferta de dólares en el mercado, dependiendo la decisión que tomen los intermediarios, sea por políticas internas de protección de riesgo cambiario o bien, por motivos de especulación o conocido técnicamente como "operaciones de trading" en las transacciones de compra-venta de moneda para obtener mayores retornos.

## **7. La operación del Mercado Cambiario en Costa Rica**

Las disposiciones y regulaciones para la operación del mercado cambiario en nuestro país están contenidas en el Capítulo 2, Sección 6 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (LOBCCR). De igual forma, el Reglamento para Operaciones Cambiarias de Contado emitido el 19 de setiembre del 2006, regula las operaciones y participantes en dicho mercado. Finalmente, el Reglamento del Sistema de Pagos, modificado en noviembre del 2015, establece las condiciones de operación en el mercado de monedas extranjeras, conocido como el Monex.

El artículo 86 de la Ley Orgánica del Banco Central establece quiénes son las personas autorizadas y los requisitos que deben cumplir para participar en el sistema de negociación de divisas en el país.

En términos resumidos, según dichas disposiciones, el mercado cambiario costarricense se caracteriza por tener dos mercados de negociación: el mercado cambiario en ventanillas de los intermediarios y el mercado electrónico de moneda extranjera (MONEX).

### **a. El Mercado Cambiario en Ventanillas de los Intermediarios**

El Mercado Cambiario en Ventanillas de los Intermediarios se define como el lugar donde se negocian los volúmenes de compra y venta de divisas con el sector privado y el sector público financiero (los requerimientos del sector público no bancario son atendidos de forma diferente y en otro mercado como se explicará posteriormente).

En la práctica, los requerimientos de oferta y demanda del sector privado y del sector público financiero, son atendidos por los intermediarios directamente en sus ventanillas o canales de distribución, como sucursales, internet, centros de atención telefónica, entre otros, principalmente al menudeo o detalle. Las operaciones de mayor volumen o

de clientes preferenciales, son atendidas directamente por un departamento especializado conocido como las Mesas de Cambio.

En cuanto a los tipos de cambio o precios que se establecen en este mercado, y de acuerdo con el artículo 226 del Reglamento del Sistema de Pagos, el tipo de cambio de ventanilla se define como el tipo de cambio de compra mínimo y el tipo de cambio de venta máximo anunciado diariamente por las entidades, y son utilizados en las operaciones de compra venta de dólares que se realizan con el público. Sin embargo, estos no son los tipos de cambio que se usan en todas las transacciones con los intermediarios, pues dependiendo del volumen, la relación de negocios y la competencia, se pueden fijar otros tipos de cambios diferentes a los de ventanilla.

Por esa razón, el tipo de cambio de referencia del Banco Central se define como el tipo de cambio promedio de compra y el tipo de cambio promedio de venta del dólar calculado diariamente por el Banco Central, con base en los tipos de cambio utilizados por las entidades autorizadas a realizar operaciones cambiarias con el público en general en sus ventanillas o mesas de cambio.

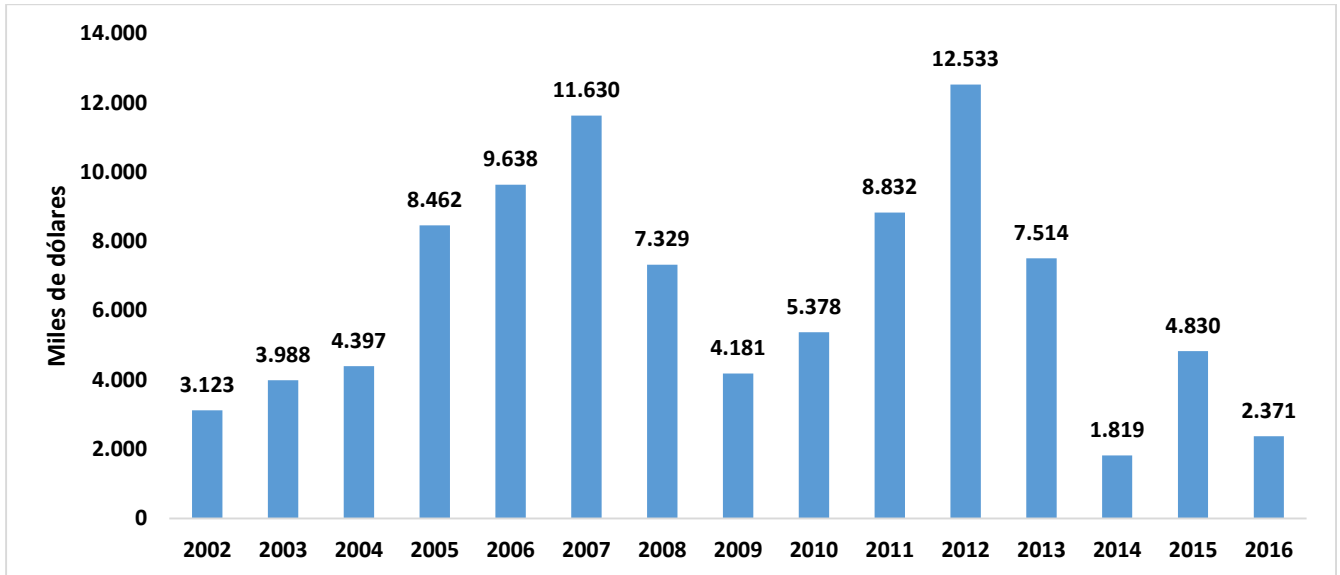
El gráfico 6 muestra la evolución diaria de los tipos de cambios de compra y venta de referencia desde el 1 de enero del 2004 al 12 de julio del 2016, bajo los tres diferentes regímenes cambiarios aplicados en el país y explicados al principio de esta ponencia.

En cuanto a los volúmenes de negociación diarios, para el período 2002 al 2016, los intermediarios en promedio compran del público 50.3 millones de dólares y simultáneamente les venden en promedio 43.8 millones de dólares, por lo que el promedio del flujo neto de negociación diaria (compras menos ventas) en ventanillas de dichas entidades ha sido superavitario durante este período y equivalente a 6.5 millones de dólares.

El origen de las compras de los intermediarios al público pueden ser liquidaciones de divisas de exportación, cambio de divisas a colones por parte de turistas del exterior, transferencias del exterior para pagar nóminas o aumentar capital accionario, así como liquidación de dólares provenientes de emisiones de bonos o préstamos por parte del Sector Privado o del Sector Público Financiero, entre otros. De igual forma, la compra de activos o inversión directa de extranjeros en el país puede generar un flujo de compras en las ventanillas, pues los receptores de esos flujos pueden decidir convertirlos a moneda local.

Por su parte, las ventas de dólares de los intermediarios al público en general, se realizan para el pago de importaciones, servicio de deuda a créditos recibidos del exterior; remesas al exterior; viajes por turismo de locales al exterior; pago de dividendos de compañías extranjeras en el país; pago de salarios en moneda local por parte de empresas extranjeras, que operan en el país, principalmente en zonas francas, que reciben transferencias en dólares de sus casas matrices en el exterior; entre otros (gráfico 19).

**Gráfico 19**  
**Promedio diario de compras netas en el Mercado de Ventanillas, (2002- 26 julio 2016).**  
**miles de dólares**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

Se observa que para el período 2002 al 2007 hubo una tendencia creciente de superávit de divisas en las ventanillas de los intermediarios, con una tasa promedio de crecimiento anual de un 30%, explicado principalmente por la IED. Por el contrario, los flujos de compras netas se ven reducidos del 2007 al 2009, por los efectos adversos de la crisis económica internacional que tuvo un impacto negativo en los volúmenes de comercio e inversión, afectando el crecimiento económico y el empleo en el país. El volumen de negociación se contrajo a un ritmo anual del 40%.

Del 2009 al 2012, la IED se recupera siendo un factor relevante en el comportamiento del volumen neto de negociación que creció a un ritmo promedio del 44% anual. También durante el año 2011 y 2012 hubo mucha afluencia de dólares provenientes de capitales financieros especulativos del exterior buscando rendimientos atractivos en moneda local.

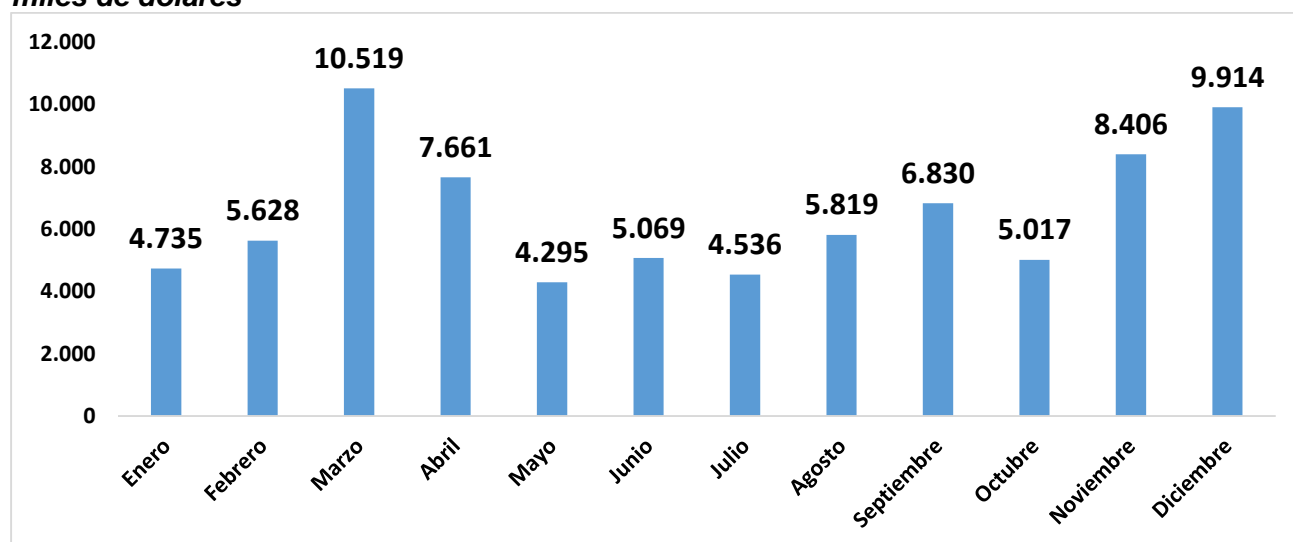
Finalmente, del 2012 al 2016 el superávit diario promedio muestra una tendencia de crecimiento negativa cayendo a un ritmo del 34% anual, siendo el pago de dividendos y la repatriación de capitales una fuerza relevante en este comportamiento.

A su vez, el gráfico 20 muestra que el mercado de ventanillas de los intermediarios presenta una marcada estacionalidad en los meses de marzo y diciembre, con excesos de compras diarias promedio. En el primer caso, esto encuentra su explicación en la compra de dólares provenientes del público quienes necesitan realizar sus pagos de impuestos en moneda local y a fines de año, principalmente por la conversión de dólares a colones que realizan las empresas para el pago de aguinaldos a su personal.

**Gráfico 20**

**Promedio diario de compras netas de dólares en el mercado de ventillas por mes, (2002-2016).**

*miles de dólares*



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

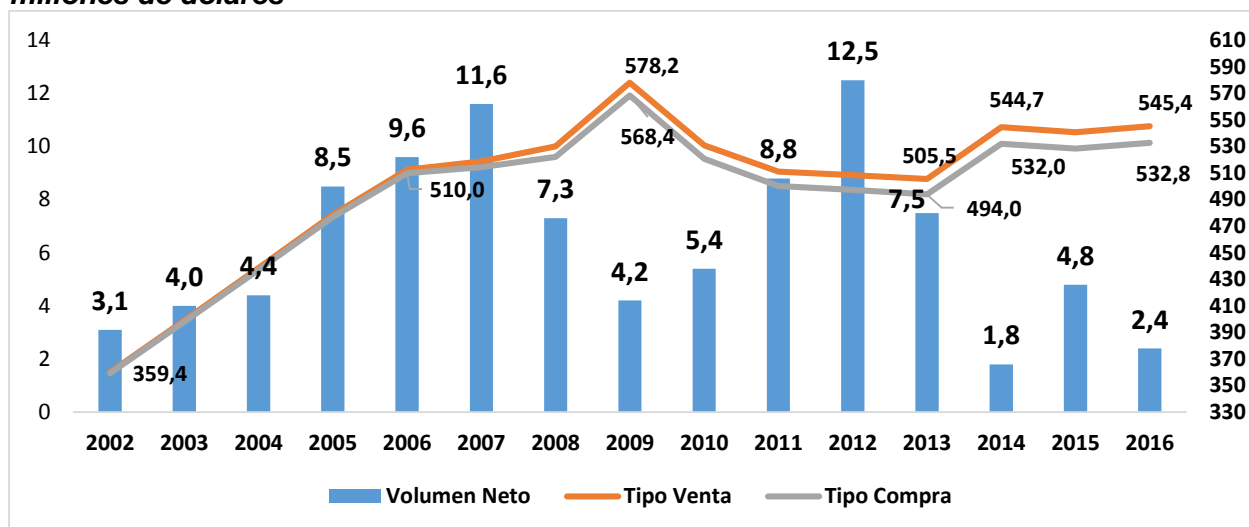
El gráfico 21 presenta los volúmenes diarios de compras netas promedios por año comparado con los tipos de cambio de referencia de compra y de venta desde el 1 de enero del 2002 hasta el 30 de julio del 2016.

Se observan claramente diferentes períodos que tienen impacto en el porcentaje de variación del tipo de cambio. Del 2002 al 2006, se observa una tendencia a la devaluación nominal, con una variación promedio de 9.2%, debido al sistema de ajuste cambiario con base en minidevaluaciones, que tenían como objetivo mantener la competitividad de las exportaciones con un tipo de cambio real relativamente fijo, con base en la teoría del poder adquisitivo que se explicó anteriormente.



**Gráfico 21**

**Promedio diario de compras netas de dólares en el mercado de ventillas por mes y tipos de cambio de referencia promedio anual, (2002-2016).**  
**millones de dólares**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

Con el sistema de bandas iniciado a finales del 2006 al 2009, el ritmo de depreciación continuó, pero a un ritmo menor (3,7% anual). Es en el período 2009 al 2013, que se da una apreciación del colón con un promedio anual del 3.5%, ocasionado por una sobreoferta de dólares y excedentes diarios crecientes por los determinantes ya explicados.

Durante el año 2014 hubo mucha volatilidad cambiaria, en parte explicada por las compras del sector público no bancario e incertidumbre de los participantes, que ocasionó una depreciación anual de un 7.7%.

Finalmente, del año 2015 a fines de julio del 2016, el tipo de cambio nominal se ha mantenido prácticamente fijo con una depreciación promedio del 0.08%, lo que es un poco contradictorio a la liberación de las bandas y la ejecución de un sistema de flotación administrada, pues se hubiese esperado un mayor nivel de volatilidad.

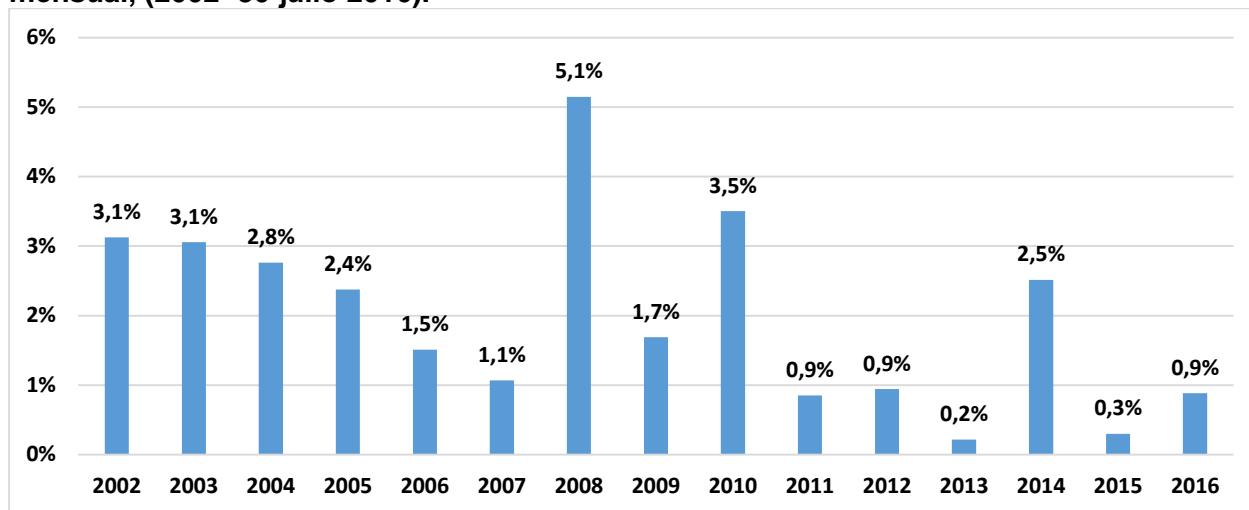
Pareciera ser que el Gobierno tomó como objetivo de política una preferencia por un tipo de cambio fijo o una estabilidad cambiaria nominal, a la que se hará referencia posteriormente.

Para medir el grado de variabilidad, se utiliza el coeficiente de variación, entendido como la relación de la desviación estándar del tipo de cambio respecto a su nivel promedio (gráfico 22).

Se observa que en general las variaciones anuales han sido relativamente estables, con excepción del año 2008, debido a la crisis global, que provocó incertidumbre en el mercado y diferencias de criterio sobre la dirección cambiaria entre los diferentes agentes económicos.

**Gráfico 22**

**Índice de volatilidad del tipo de cambio de compra de referencia, promedio diario mensual, (2002- 30 julio 2016).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

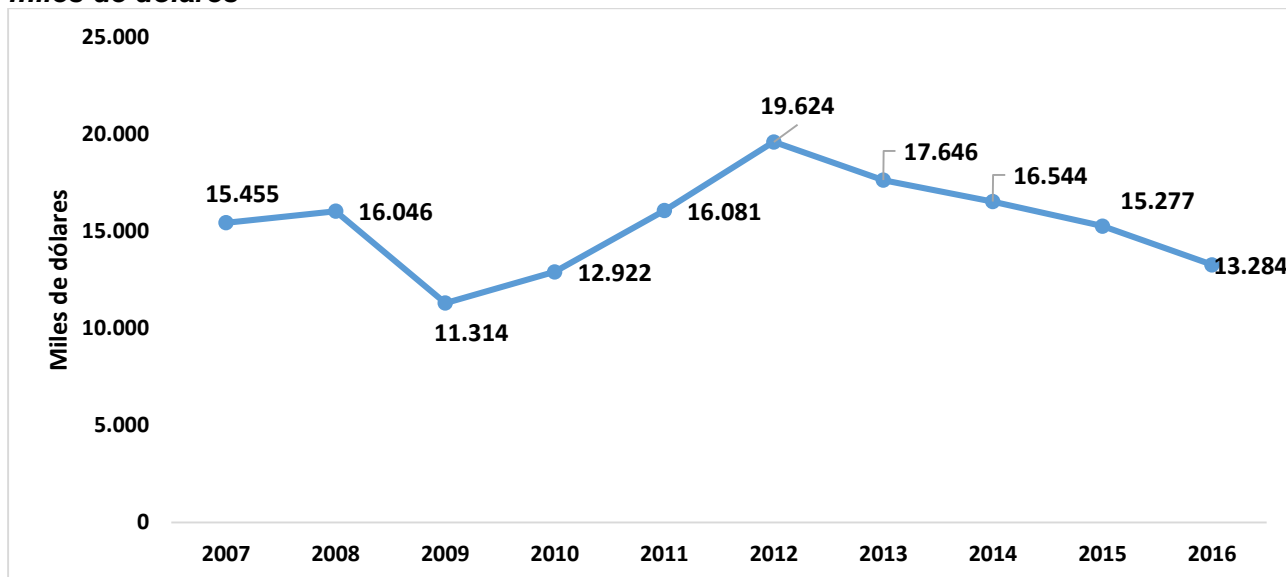
Del 2011 al 2016, salvo por el año 2014 que hubo una gran volatilidad cambiaria, especialmente entre febrero y marzo de dicho año, el resto del período ha sido de una gran estabilidad cambiaria nominal, siendo esto una de las críticas principales a la política cambiaria como se abordará con más detalle posteriormente.

### **b. El Mercado Electrónico de Moneda Extranjera (Monex)**

El otro mercado de negociación es conocido como el Monex, que el artículo 229 del Reglamento del Sistema de Pagos, lo define como el mercado organizado por el Banco Central para la negociación electrónica de divisas en el territorio nacional. Este sistema de negociación electrónica fue establecido por el Banco Central a finales del 2006, por lo que su estadística de volumen empieza a partir de esa fecha.

En el gráfico 23 se muestra el promedio de negociación diaria de dólares en el Monex, del 2007 a julio del 2016. Se observa que dicho nivel es de 15.6 millones de dólares, casi 2.5 veces más el volumen neto de negociación promedio en el mercado de ventanilla, es decir, que a este mercado confluyen otras fuerzas de negociación diferentes a los requerimientos de los agentes económicos con los intermediarios financieros, como se explica seguidamente.

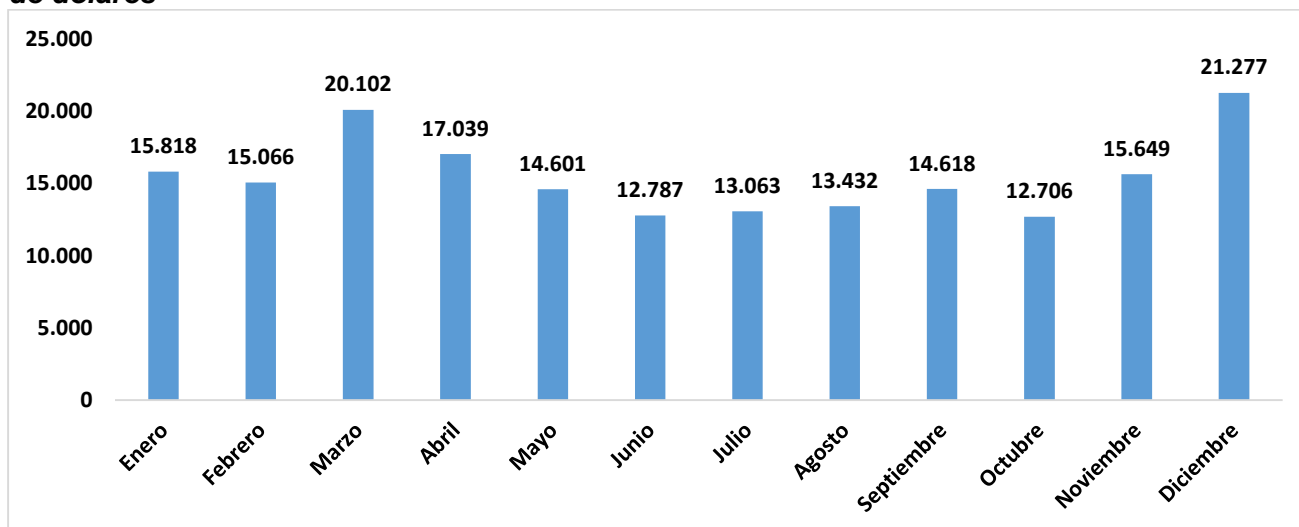
**Gráfico 23.**  
**Volumen Promedio de Negociación diaria en Monex (2007- 26 julio 2016).**  
*miles de dólares*



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

En el gráfico 24 se muestra el comportamiento estacional de los flujos negociados en Monex, donde se puede observar que hay dos picos destacados en el mes de marzo y en diciembre, coincidente con el comportamiento estacional del mercado de ventanilla.

**Gráfico 24**  
**Volumen promedio de negociación diaria en Monex por mes, (2007-26 julio 2016).** *miles de dólares*



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

Originalmente el Monex fue concebido como un mercado de “colas” durante la operación del régimen de bandas, entendido éste como el mercado mayorista donde al

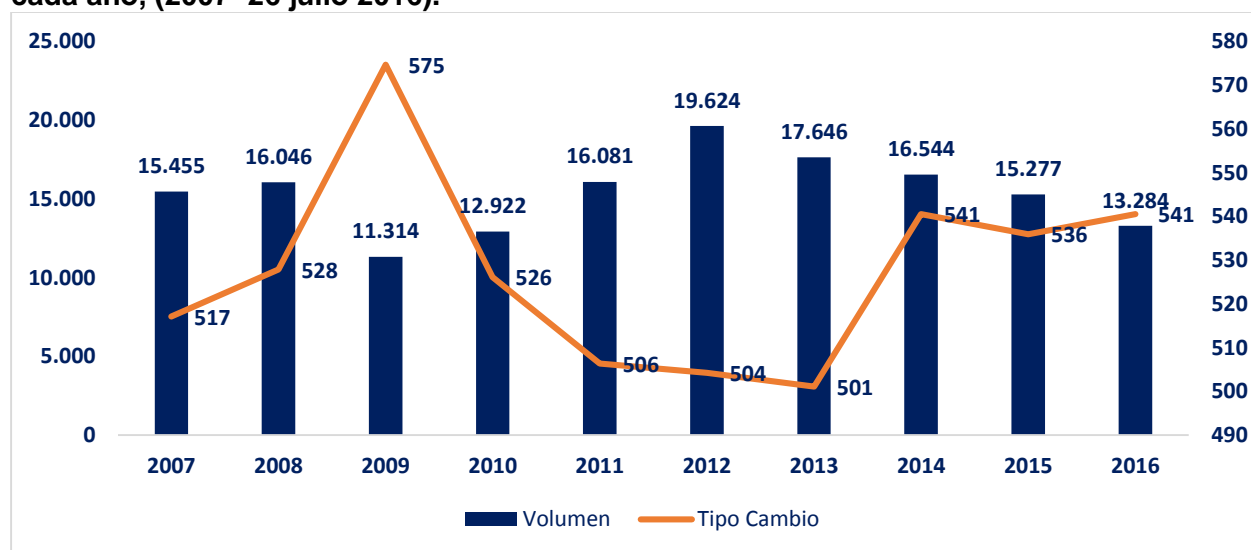
final del día, los participantes en el mercado de ventanilla llegaban a liquidar los excesos o a adquirir los faltantes de divisas de sus negociaciones con clientes, con la contraparte del Banco Central.

Sin embargo, con modificaciones emitidas por dicha entidad (la primera en enero 2009 limitada a 500 participantes no financieros, y la segunda, en agosto del 2014 que lo abrió totalmente a cualquier interesado), se abrió este mercado al público en general, con el objetivo de promover un mayor grado de competencia en la fijación del tipo de cambio, con lo cual se empezaron a negociar divisas en Monex, sin necesidad de utilizar un intermediario financiero regulado.

Lamentablemente, no se cuenta con estadística, al menos pública por parte del Banco Central, para determinar exactamente de qué tamaño es este volumen en el Monex.

**Gráfico 25.**

**Tipo de cambio promedio anual en Monex y volumen de negociación promedio diario de cada año, (2007- 26 julio 2016).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

El tipo de cambio que se utiliza como la referencia del mercado es el que se fija en el Monex. En ese sentido, una de las grandes oportunidades de mejora, para la transparencia y objetividad, a ser evaluada a futuro, es porqué si existen dos mercados de negociación, no se utilizan ambos para determinar el valor del tipo de cambio de mercado.

Después de una tendencia a la depreciación, del 2007 al 2009, a una tasa anual promedio del 3.8%, debido a los menores flujos de negociación originados en el impacto de la crisis económica global, desde fines del 2009 al 2013, se tuvo período fuerte de apreciación del colón a un ritmo del 3.4% anual, por los determinantes ya explicados (gráfico 25).

Finalmente, en el año 2014 hubo una depreciación significativa de casi 8% por la alta volatilidad e incertidumbre cambiaria ocurrida en ese año y para el último período, de

enero 2015 a hoy, el tipo de cambio del Monex se mantuvo prácticamente fijo con una variación anual cercana a cero.

Para entender mejor el comportamiento de este mercado, además de los flujos netos de las ventanillas de los intermediarios con el público, confluyen las compras netas por requerimientos del Sector Público No Bancario; las operaciones de estabilización cambiaria o para variar el saldo de las reservas propias del Banco Central, así como las modificaciones al patrimonio en moneda extranjera de los intermediarios financieros. A continuación, se explica cada uno de ellos.

Uno de los principales demandantes de dólares para la importación de bienes y servicios, así como originador de oferta de dólares provenientes de emisiones de bonos o préstamos negociados en el exterior, es el Sector Público No Bancario (SPNB) o No Financiero, que incluye el Gobierno Central, los Ministerios, la Contraloría General, las Entidades Descentralizadas y las Empresas Estatales.

La negociación de los flujos de oferta y demanda de dólares de estas organizaciones están regulados por el artículo 89 de la LOBCCR que establece que sus operaciones deben realizarse por medio del Banco Central o los bancos comerciales del Estado. Dichas transacciones se realizan a los tipos de cambio del día, fijados por el BCCR.

Con base en dicha disposición, el artículo 10 del Reglamento para Operaciones Cambiarias de Contado, establece que las transacciones diarias de compraventa del SPNB superiores a los 100 mil dólares, así como las que efectúen entidades del SPNB que requieran ejecutar transacciones por un monto mensual que supere los 10 millones de dólares, deberán efectuarse únicamente con el Banco Central.

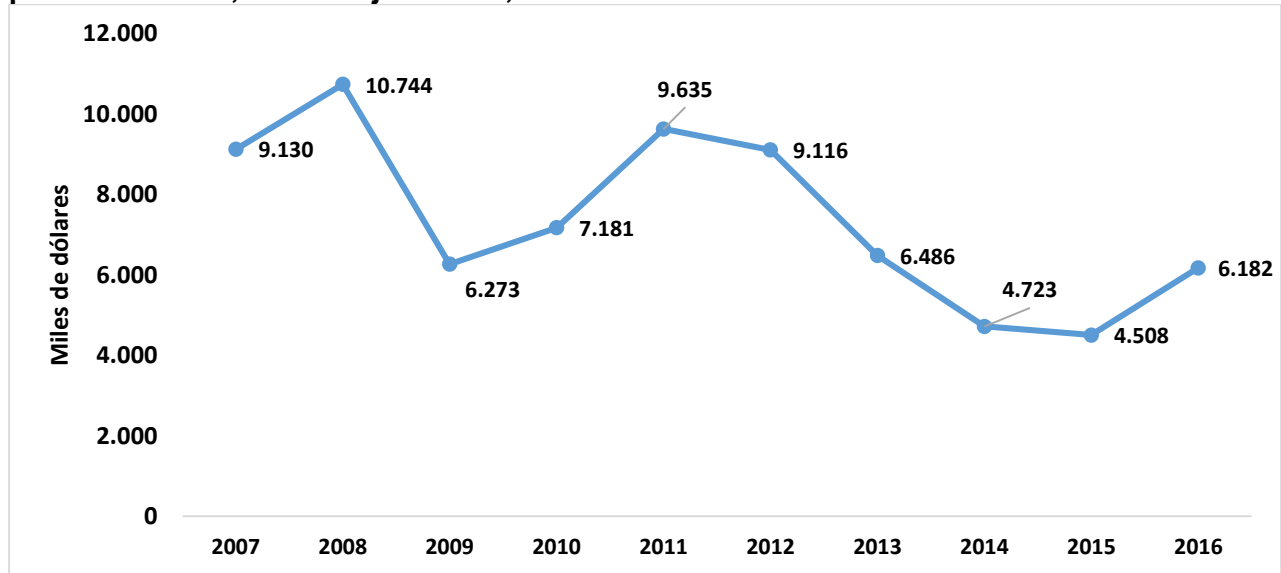
Los bancos estatales podrán realizar transacciones diarias de compraventa con el SPNB únicamente por montos inferiores a los 100 mil dólares y siempre y cuando el monto mensual de dichas transacciones no supere los 10 millones de dólares.

En el gráfico 26 se presenta el volumen de compras netas de dólares por parte del SPNB.

El promedio diario de negociación es de 7.4 millones de dólares, casi el 50% del volumen negociado en Monex y, por tanto, su nivel de influencia sobre la fijación y volatilidad cambiaria es significativa.

**Gráfico 26**

**Evolución de las compras netas de dólares por parte del Sector Público No Bancario, promedio diario, 2002- 26 julio 2016, miles de dólares.**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

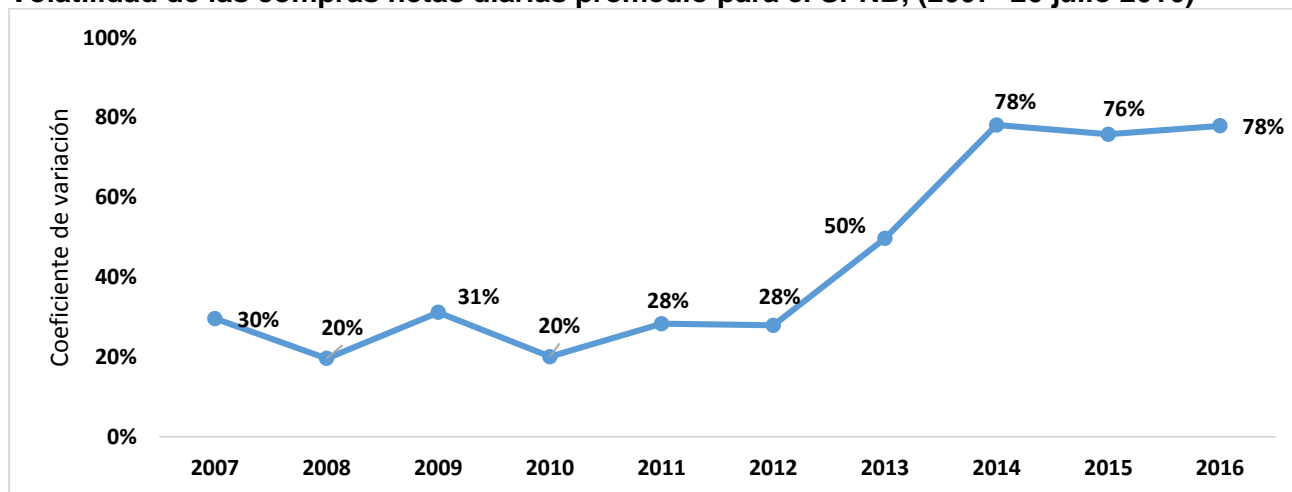
En ese sentido, a partir del 26 de junio del 2014, el Banco Central tomó la decisión de modificar el mecanismo de gestión de divisas para el SPNB, con base que la evidencia hasta esa fecha señalaba que existía poca correspondencia entre las operaciones del SPNB y la estacionalidad de los flujos de divisas del sector privado en el mercado cambiario.

Por ejemplo, si el requerimiento neto de divisas del SPNB es alto, puede presentarse en un momento en que, por consideraciones de estacionalidad, el mercado cambiario privado sea poco líquido, con efectos directos y temporales sobre el tipo de cambio. De igual forma, la observación de una venta neta de divisas del SPNB en períodos en los que el mercado privado es en exceso superavitario, alimentaría las presiones a la baja en el tipo de cambio.

El nivel de volatilidad de estos requerimientos es sumamente alto, explicado por variaciones en el precio del petróleo en las compras de Recope; conversión a colones de las emisiones externas del Gobierno Central a partir del 2012 según la ley 9070 ya explicada; y por otros requerimientos del Sector Público, con lo cual, al sacar estos volúmenes de negociación del Monex, el Banco Central apunta a la búsqueda de una mayor estabilidad cambiaria nominal (gráfico 27).

**Gráfico 27**

**Volatilidad de las compras netas diarias promedio para el SPNB, (2007- 26 julio 2016)**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

No debe entenderse que estos flujos netos no regresan al Monex, sino que de forma administrada y con base en su nivel de Reservas Monetarias Internacionales, el Banco Central decidirá cuándo y en qué montos participa en el Monex para reponer los dólares que vendió o compró al SPNB.

La única restricción que existe, es que la variación en reservas internacionales netas, producto de las operaciones de divisas con el SPNB (acumulación o des-acumulación de reservas internacionales) no podrá exceder, en forma acumulada para los últimos doce meses, el equivalente a  $\pm 8\%$  del saldo de las reservas estimado al último viernes de cada mes, según el promedio de los últimos 6 días. A fines de julio de este año, ese porcentaje se aproxima a los \$ 625 millones de dólares.

El anterior límite, fue modificado recientemente, según la Sesión 5729-2016, celebrada el 13 de julio, pues antes estaba en el 3%.

Es claro que el Banco Central trata de darse una mayor flexibilidad para poder manejar la volatilidad de los requerimientos de divisas el SPNB, afectando sus Reservas, antes de trasladar todo el efecto en el mercado cambiario y con ello, lograr una mejor administración de la fijación del tipo de cambio.

En cuanto a la participación del Banco Central en el mercado cambiario, el artículo 87 de su Ley Orgánica literalmente establece que “... *el Banco Central podrá comprar y vender divisas en el mercado, para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio y para llenar sus propias necesidades, de acuerdo con lo establecido en el artículo 28 de esta ley. La Junta Directiva deberá dictar la política de compra venta de divisas del Banco Central en el mercado cambiario. En consecuencia, debe establecer los límites dentro de los cuales puede actuar la Administración del Banco.*” (pp. 33-34)

Tanto en el régimen de bandas cambiarias como en el de flotación administrada ya descritos, este artículo es de particular interés pues le da la facultad al Banco Central

de realizar intervenciones en el mercado cambiario, en el momento que lo estime conveniente, para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio y con límites y criterios predefinidos.

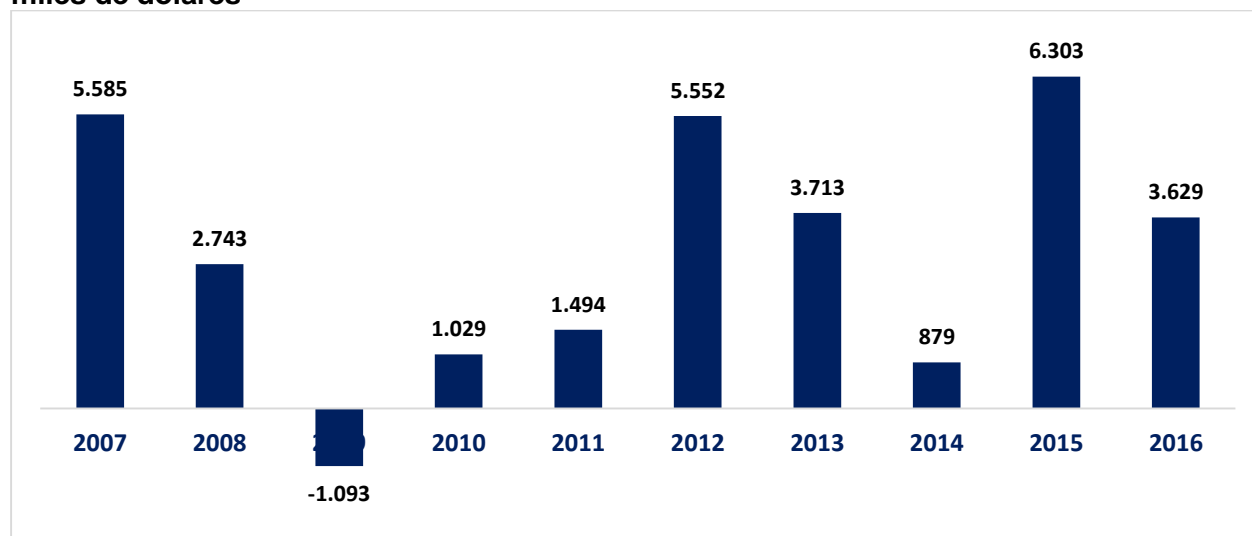
Sin embargo, una de las mayores críticas que se hace al régimen actual de flotación administrada, es que ni la Ley ni el actual Reglamento Cambiario definen qué debe entenderse por fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, dejando lo anterior a discreción del Banco Central y generando mayor incertidumbre en los agentes económicos sobre la objetividad de la intervención del Banco Central en dicho mercado.

De igual forma, las reglas de intervención cambiaria por decisión propia del Central, no son dadas a conocer al público, argumentando que siendo el tamaño del Monex relativamente pequeño y con grandes jugadores que participan en él, revelar estas reglas puede originar movimientos especulativos en contra del valor del colón, pudiendo generarse una crisis económica como ya ha sucedido en otros países.

El anterior punto ha generado polémica, pues también puede concluirse que el no conocer los criterios de intervención, puede generar más incertidumbre y desconfianza en la objetividad de las intervenciones del Banco Central.

El gráfico 28 muestra la evolución de los flujos netos, promedio diario, (compras menos ventas de dólares) de intervención del Banco Central en el mercado cambiario, acumulando los flujos netos por razones de intervención en el régimen de bandas, en su momento; por razones de estabilización cambiaria; por operaciones propias del Central para modificar su nivel de Reservas o bien, por su rol como intermediario para el SPNB.

**Gráfico 28**  
**Flujo neto promedio diario de Intervención del Banco Central, (2007-29 julio 2016).**  
miles de dólares



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.



El promedio diario de participación del Banco Central en el Monex para este período, ha sido de 3 millones de dólares, lo que representa cerca de un 20% de el volumen total negociado.

También es posible observar en dicho gráfico, que desde el año 2007, la participación del Banco Central en el mercado cambiario ha sido activa, tratando de evitar oscilaciones violentas sin cortar la tendencia de mediano plazo en el tipo de cambio. Principalmente su intervención en la mayoría de los años ha sido para sostener la tendencia a la apreciación del colón, comprando los excesos de dólares y acumulando reservas monetarias. Solamente en el año 2009, según el promedio diario, los flujos fueron negativos, indicando que el Central salió a vender divisas para sostener y moderar el grado de depreciación de la moneda local por la crisis mundial.

Debe hacerse la observación que, por simplicidad de análisis, se trabajó con promedios diarios en el año, lo cual no quiere decir que, para algunos días en particular, los flujos de participación también hayan sido negativos, reflejando una participación neta de venta de dólares en el mercado por parte del Banco Central.

También, es importante señalar que antes de junio del 2014, la intervención total del Banco Central en Monex incluía todas las transacciones netas con el SPNB. Con el cambio de disposición, en cuanto al tratamiento de las compras netas del SPNB ya explicadas, el Banco Central se reserva el derecho de realizar las transacciones con el SPNB con sus propias Reservas Monetarias y simultáneamente o posteriormente, llevar esos flujos al Monex, lo cual aumenta el poder discrecional del Banco Central en el manejo del tipo de cambio.

En ese sentido, el gráfico 29 ejemplifica el nuevo funcionamiento de la intervención total del Banco Central en Monex y su rol de proveedor neto de dólares al SPNB con uso de sus reservas monetarias, para los meses de enero a julio del 2016.

Si se acumulan dichos flujos, se puede obtener que durante los primeros 7 meses de este año, el Banco Central intervino directamente en el Monex, con diferentes propósitos, incluyendo lo que ha decidido trasladar del SPNB, por un monto de compras netas totales de 529 millones de dólares. Sin embargo, para ese mismo propósito, utilizó de sus reservas 925 millones de dólares para venderle dólares al SPNB. Es decir, que, en el neto, el Banco Central perdió o dispuso de casi 400 millones de dólares para atender la demanda neta de dólares del SPNB, sin haber llegado esa misma suma al mercado cambiario.

Esta situación es muy relevante pues son fuerzas de oferta y demanda, que se posponen o que del todo no regresan al mercado cambiario, por lo que el tipo de cambio no está reflejando necesariamente los fundamentales de la economía.

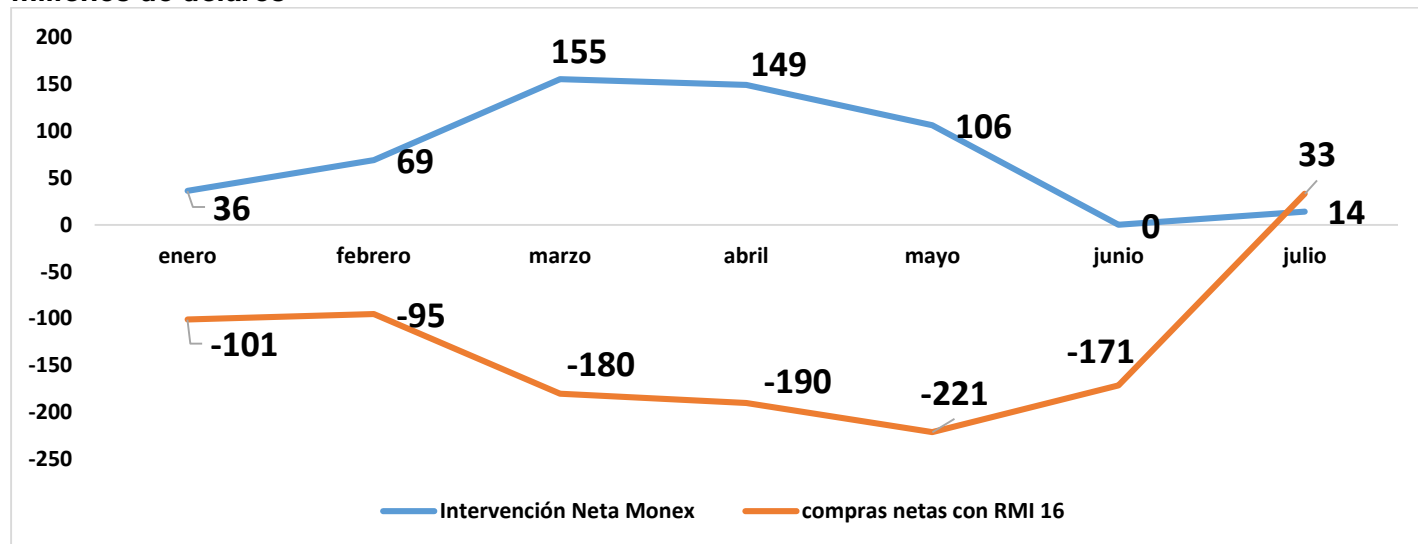
De manera contraria, durante los primeros 7 meses del año 2015, el rol del Banco Central neto fue por un total de 315 millones de dólares de aumento en su nivel de

reservas pues hizo compras netas en el Monex por 1.121 millones de dólares y solo le vendió de sus reservas al SPNB, un total de 806 millones de dólares.

**Gráfico 29**

**Flujo neto de Intervención del BCCR en Monex y variación en Reservas por Requerimientos del SPNB, (enero a julio 2015-2016).**

*millones de dólares*



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

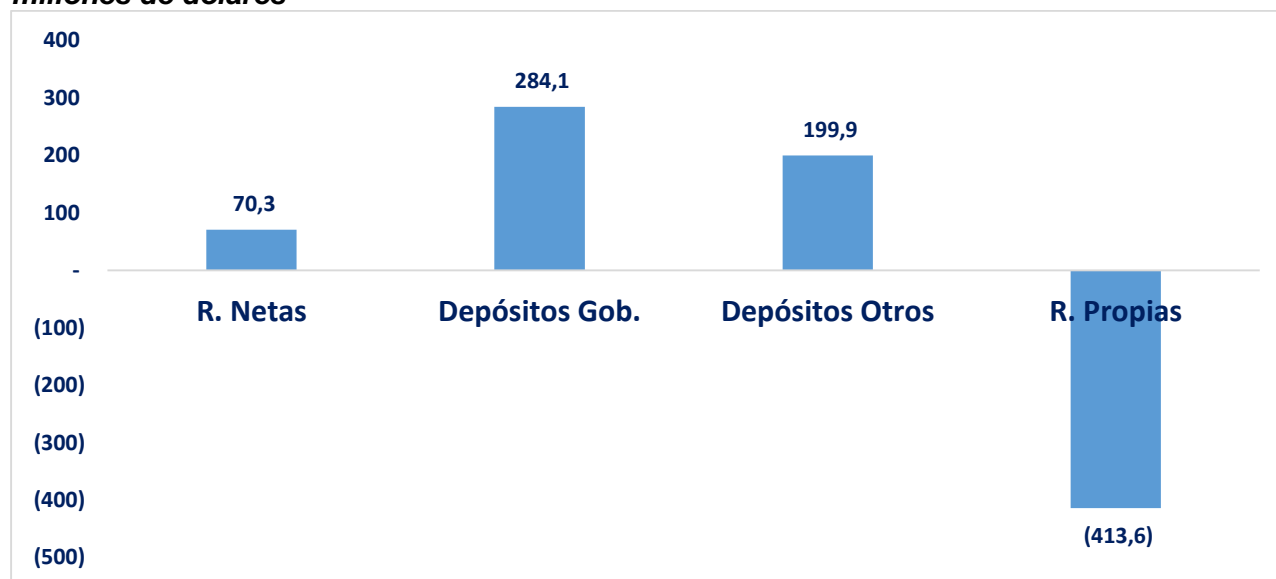
Es importante aclarar a este nivel que, podría haber confusión si solo se analiza el cambio del saldo total de Reservas Monetarias Netas del Banco Central y la pérdida de divisas por atender requerimientos del Sector Público.

Efectivamente, el gráfico 30 muestra el cambio de dichas reservas, el cual presenta un aumento de 70 millones de dólares. Sin embargo, si se desglosan los componentes de estas reservas, destacando aquellas que son depósitos del Gobierno y de Otras Sociedades de Depósito (principalmente intermediarios financieros), se observa claramente que la pérdida de reservas propias coincide prácticamente con la reducción de las mismas por ventas netas al SPNB.

Es decir que, durante el año 2016, para sostener una estabilidad cambiaria nominal, el Banco Central ha estado dispuesto a sacrificar reservas acumuladas de períodos anteriores, con tal de graduar la presión hacia la depreciación del colón. Esto mismo puede concluirse, pero en sentido contrario, durante el año 2015, donde la intervención del Central fue para evitar una mayor apreciación del colón.

**Gráfico 30**

**Variación de las Reservas Monetarias Internacionales Netas en poder del Banco Central, (1 de enero a 13 de julio 2016).**  
*millones de dólares*



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

Finalmente, el otro factor que afecta el volumen de negociación y la fijación del tipo de cambio en el Monex son las posiciones en moneda extranjera del patrimonio de los intermediarios que éstos decidan mantener.

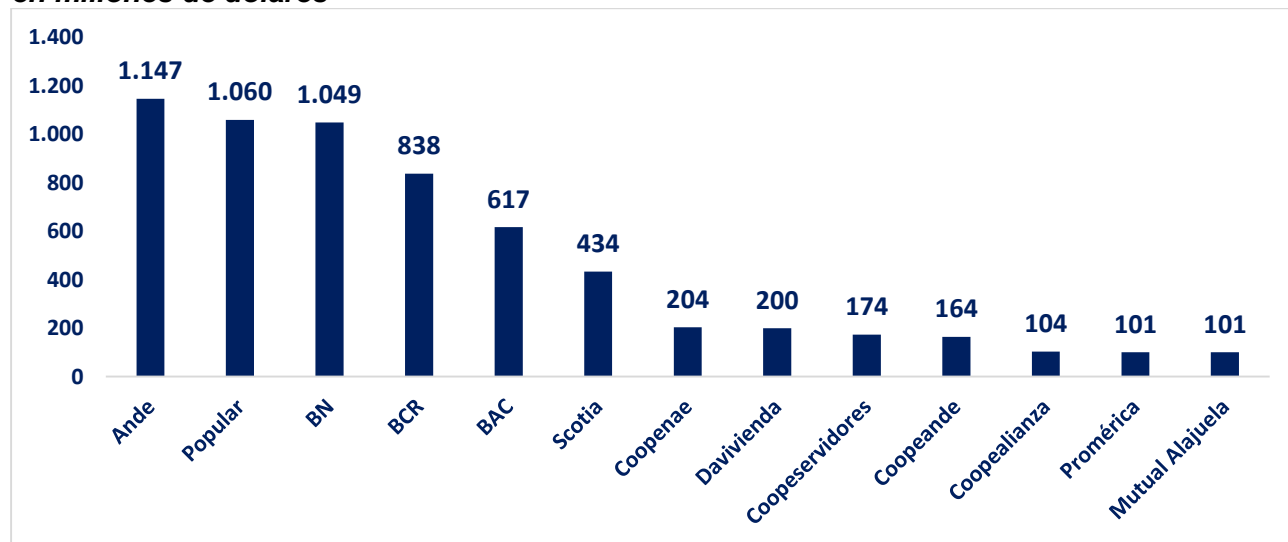
El artículo 4 del Reglamento para Operaciones Cambiarias, con fundamento en los artículos 86 y 88 de la LOBCCR, dispone que la posición propia efectiva en divisas de cada entidad financiera supervisada por la SUGEF deberá mantenerse al final de cada día hábil entre el más y el menos ciento por ciento ( $\pm 100\%$ ) del patrimonio total de la entidad. Por posición propia efectiva se entiende la diferencia entre los activos y pasivos totales denominados en dólares y representa el porcentaje del patrimonio total de la entidad que se decide mantener en moneda extranjera. Además, según ese mismo artículo, este porcentaje tiene un limitación diaria en el sentido que no puede variar, más o menos, un 4% del valor del patrimonio total.

El patrimonio total de las 52 entidades supervisadas por SUGEF, al 30 de junio del 2016, alcanza la suma de 7.046 millones de dólares.

El gráfico 31 muestra el patrimonio de las principales 13 entidades del sistema, que representan el 88% del patrimonio total de la industria.

**Gráfico 31**

**Patrimonio total de los 13 principales intermediarios financieros, (al 30 de junio 2016).  
en millones de dólares**



Fuente: Elaboración propia con base en información de la SUGEF.

Si se calcula el 4% de variación máxima diaria que el Reglamento permite modificar para estas 13 entidades, al menos las primeras 6 entidades tienen una influencia significativa en el mercado cambiario con relación al volumen de negociación diario en Monex que se detalló anteriormente (gráfico 32).

En promedio, los primeros 6 intermediarios financieros pueden variar diariamente su posición en moneda extranjera en 33.8 millones de dólares y el promedio de negociación diario en Monex es de 15.6 millones de dólares, es decir, supera dicho volumen en 2.2 veces el tamaño diario de negociación del Monex.

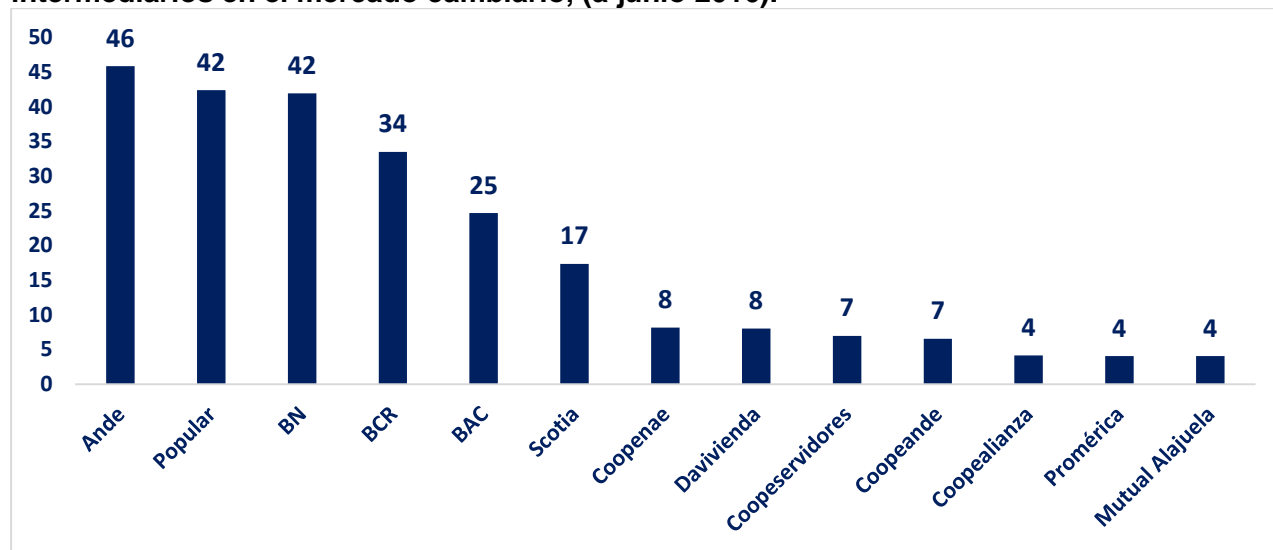
Lo anterior quiere decir que, ya sea por razones de política interna de cada entidad o con propósitos especulativos para obtener ventajas de compra venta de dólares, los principales intermediarios financieros pueden incidir significativamente en la fijación del tipo de cambio, si deciden modificar diariamente su posición en moneda extranjera.

Incluso, estos movimientos no necesariamente están justificados por los fundamentales de la economía, ni tampoco se ven reflejados en los flujos netos de ventanilla, sino que se negocian directamente en el Monex, alterando la fijación del tipo de cambio.

Po lo anterior, una de las recomendaciones que se ha dado al Banco Central por diversas organizaciones, es que permita reducir dicho límite, con el propósito de darle más transparencia, estabilidad y objetividad a la fijación del tipo de cambio, para que responda más a los fundamentales de la economía y no a movimientos especulativos o por otras razones.

**Gráfico 32**

**Variación diaria máxima de la posición en moneda extranjera de los principales intermediarios en el mercado cambiario, (a junio 2016).**



Fuente: Elaboración propia con base en información de la SUGEF.

## 8. Críticas a la política cambiaria actual: la estabilidad cambiaria nominal

La Administración del Presidente Solís toma posesión de su cargo a partir del 8 de mayo del 2014, recién habiendo tenido un período de volatilidad cambiaria muy alto en febrero y marzo de ese mismo año.

Como se ha mencionado, es bajo ese entorno que las nuevas autoridades del Banco Central han tomado disposiciones regulatorias relevantes, tales como el sacar el flujo de requerimientos de dólares del SPNB de las negociaciones del Monex, para muchos el causante de la volatilidad cambiaria.

De particular relevancia es el acuerdo de Junta Directiva tomado según el artículo 5 de la sesión 5677 el 30 de enero del 2015, donde se decide derogar el régimen cambiario de bandas, vigente desde octubre del 2006 y pasar a un nuevo régimen de flotación administrada, que es el que rige hasta la fecha de esta ponencia.

Dada la significancia de esa decisión histórica, se resumen a continuación los considerandos de la Junta Directiva del Banco Central para justificar dicha acción:

1. El esquema de banda cambiaria ha permitido el abandono paulatino del ancla cambiaria, así como la promoción de una mayor flexibilidad en el mercado cambiario.
2. El Banco Central anunció de manera reiterada que el esquema de banda cambiaria es un régimen transitorio, que forma parte de las medidas tendientes a crear las condiciones requeridas para migrar, de manera gradual y ordenada, hacia un sistema monetario de metas de inflación.
3. La determinación de un tipo de cambio en condiciones de mercado contribuye con el mantenimiento de una posición de balanza de pagos sostenible.

4. El esquema de metas de inflación requiere que el Banco Central no adquiera compromisos con niveles o rangos de valores del tipo de cambio, con el fin de procurar una mayor efectividad de la política monetaria y con ello un mayor control de la inflación, responsabilidad establecida en su Ley Orgánica.
5. Desde el 12 de diciembre del 2013, el país ha mantenido un régimen de flotación administrada de facto y el Banco Central no realiza operaciones cambiarias en los límites de la banda cambiaria.
6. El artículo 87 de la LOBCCR, dispone que el Banco Central podrá intervenir en el Mercado de Operaciones Extranjeras (Monex) para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio y atender sus propios requerimientos de divisas.
7. La Junta Directiva del Banco Central, determinó reglas de intervención en el mercado cambiario para evitar fluctuaciones violentas. Estas reglas establecen los criterios de intervención tanto por volatilidad intradiaria y por desviaciones del tipo de cambio con respecto al que sería congruente con el comportamiento de las variables que explican su tendencia de mediano y largo plazo.
8. Los agentes económicos han tendido a internalizar gradualmente en sus decisiones económicas y financieras el riesgo cambiario, en función de su capacidad de pago y tolerancia al riesgo. No obstante, este proceso aún no ha concluido.

Por tanto, se dispone establecer a partir del lunes 2 de febrero del 2015, un régimen cambiario de flotación administrada cuyos principales aspectos son:

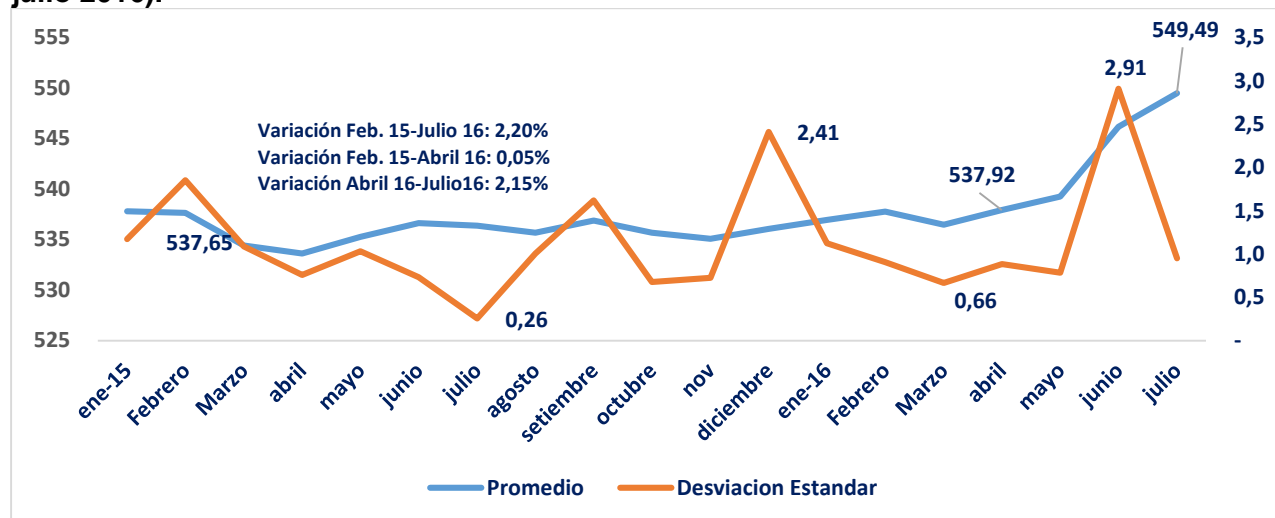
- a. En este régimen, el Banco Central permitirá que el tipo de cambio sea determinado libremente por el mercado cambiario, pero podrá participar en el mercado con el fin de atender sus propios requerimientos de divisas y los del SPNB y, de manera discrecional, con el fin de evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio.
- b. El Banco Central podrá realizar operaciones directas o utilizar los instrumentos de negociación de divisas que estime convenientes de conformidad con la normativa vigente.

El gráfico 33 presenta la evolución del tipo de cambio promedio mensual de Monex, así como la desviación estándar, ambos en colones desde enero 2015 hasta julio 2016.

Se observa que desde que funciona el esquema de flotación administrada, el tipo de cambio se ha depreciado un 2.2%. Sin embargo, si las observaciones se llevan hasta abril del 2016, prácticamente la variación del tipo de cambio fue nula, apenas una variación acumulada de un 0,05%. No es sino hasta los meses de abril-julio 2016, que se presenta una depreciación del 2.15%.

La volatilidad cambiaria promedio mensual ha sido también reducida, con dos picos altos de 2.41 colones en diciembre del 2015 y 2.91 colones en junio del 2016.

**Gráfico 33**  
**Tipo cambio promedio mensual y desviación estándar, colones por dólar, (enero 2015-julio 2016).**

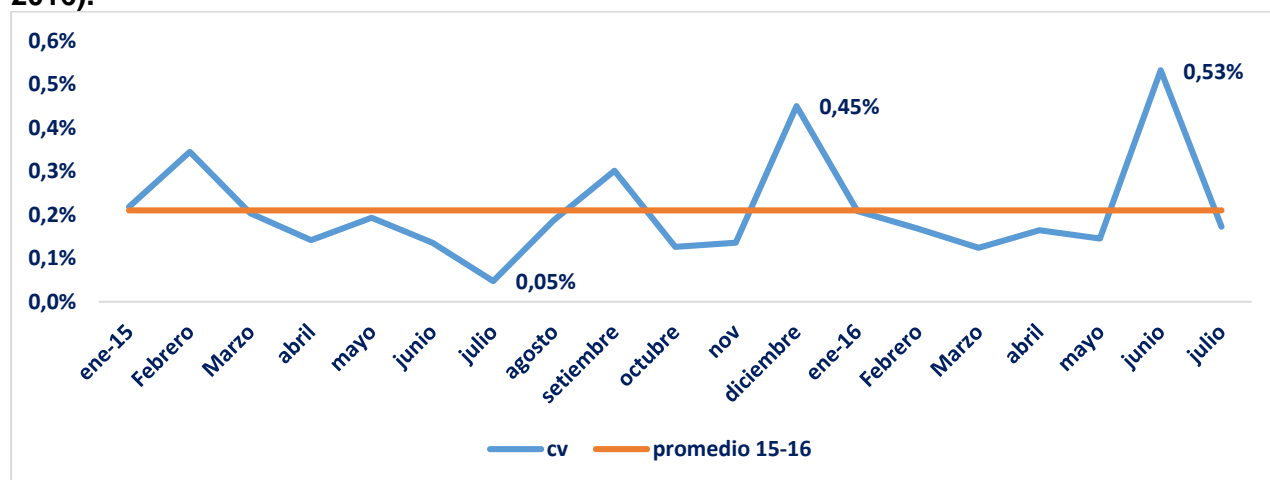


Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

En el gráfico 34 se presenta la volatilidad relativa del tipo de cambio de Monex para el mismo período, medida por el coeficiente de variación, es decir, que porcentaje del promedio de tipo de cambio representa la desviación estándar. El promedio simple del período da un valor de 0.21% mensual con los dos picos en diciembre 2015 de 0,45% y en junio de 0,53%.

Al comparar el promedio simple del coeficiente de variación del tipo de cambio Monex, promedio mensual desde el año 2007 al 2014, el resultado es un 2%, es decir, la volatilidad cambiaria nominal del régimen de flotación administrada es apenas una décima parte de lo que ha sido la variabilidad de los 8 años anteriores.

**Gráfico 34**  
**Coeficiente de variación del tipo de cambio Monex promedio mensual, (enero 2015-julio 2016).**



Fuente: Elaboración propia con base en información del BCCR.

Por otra parte, interesa ahora introducir el concepto del tipo de cambio real de equilibrio (TCRE). Por este concepto se define aquel nivel del tipo de cambio real que predomina cuando la economía alcanza su nivel de equilibrio interno y externo.

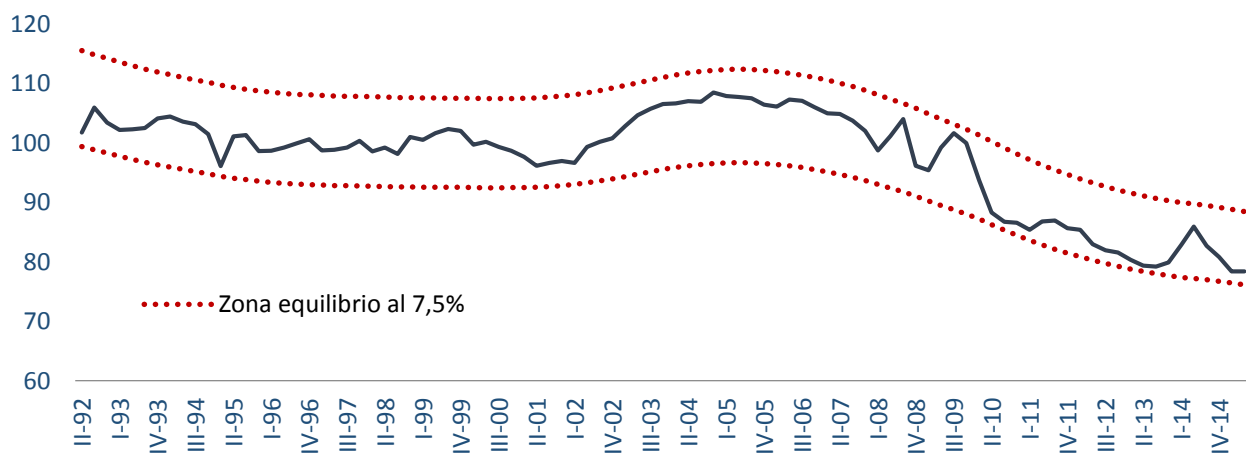
Por equilibrio interno, Edwards (1989) entiende una situación donde la brecha de producto es nula, es decir, la diferencia entre el producto máximo potencial y el producto real es cero, por lo que no hay presiones inflacionarias o deflacionarias. De igual forma, Edwards (1989) define una situación de equilibrio externo cuando la Cuenta Corriente de Balanza de Pagos es permanentemente financiada con flujos externos de capital de largo plazo.

El Banco Central de Costa Rica, en junio del 2015 publicó el documento Tipo de Cambio Real y Zona de Equilibrio, de Barquero y Muñoz (2015), y fundamentados en estimaciones del TCRE a partir de modelos estructurales y filtros estadísticos, concluyen que no hay evidencia de que el indicador de tipo de cambio real se encuentre fuera del equilibrio.

En el documento del Banco Central indicado, los autores indican: “... se debe recordar que el TCRE es una variable no observable, no es constante a lo largo del tiempo y existen diversos métodos estadísticos y econométricos para poder aproximarlos. Cualquier medición del TCRE está sujeta a un grado de incertidumbre, por lo que la práctica en los bancos centrales ha sido promediar estimaciones provenientes de diversos métodos y posteriormente definir una zona de equilibrio a partir de dicho promedio”. (p. 7)

Si el tipo de cambio real observado está contenido en esa zona, se considera que el tipo de cambio real está en equilibrio (gráfico 35).

**Gráfico 35**  
**Índice de tipo de cambio efectivo real y zona de equilibrio, (1992-2015).**



Fuente: Barquero y Muñoz. (2015). Tipo de Cambio Real y Zona de Equilibrio. (p.11)



En abril del 2016, la Cámara Nacional de Exportadores y la Cámara Costarricense de Turismo, externaron una serie de comentarios u observaciones a la Política Cambiaria a partir del régimen de flotación administrada y el argumento que el tipo de cambio real es de equilibrio, según el Banco Central.

Los argumentos principales de su posición se resumen a continuación:

1. Ha habido una pérdida de competitividad de las exportaciones y el turismo costarricense estimada en casi 30 puntos porcentuales de caída del tipo de cambio real desde el sistema de bandas a abril del 2016.
2. El sector productivo no ha sido responsable de dicha apreciación del colón, sino que esto obedece a un exceso de gasto de gobierno, financiando con deuda externa que al convertirse a colones genera una sobreoferta de dólares, así como por el diferencial de tasas de interés en colones respecto a dólares que promueve la conversión del ahorro interno de dólares a colones.
3. El tipo de cambio real actual, contrario a lo que sostiene el Banco Central, no es de equilibrio, pues la economía no está en pleno empleo, al tener una tasa de desempleo abierto del 9% ni tampoco es de recibo que el déficit de cuenta corriente de Balanza de Pagos esté financiado permanentemente con los flujos de IED.
4. Otros países competidores, por las razones que sean, han hecho depreciaciones significativas en los últimos años, que no han sido acompañadas de incrementos proporcionales en las tasas de inflación internas, con lo cual los tipos de cambio real de esos países se ha visto mejorados, en detrimento de las exportaciones y turismo costarricense.
5. El Banco Central, no solo en esta administración, sino desde hace ya varios años, ha supeditado todos sus instrumentos a la búsqueda de control de la inflación, a tal punto que la tasa de inflación observada hoy es negativa y lejos de la meta del 3% más menos 1%. El objetivo secundario, según el artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central referente a la búsqueda del pleno empleo de los recursos, no ha tenido mayor prioridad en esta administración y se le ha delegado al Gobierno Central, el cual se encuentra sumamente ocupado con su problema mayúsculo de búsqueda de solución del déficit fiscal.
6. La Política Monetaria seguida para promover la reactivación económica de reducir la tasa de política monetaria para promover mayor crédito, producción y crecimiento, no ha sido transmitida totalmente al mercado.
7. La política cambiaria actual, más que una flotación administrada, ha sido una de tipo de cambio nominal fijo como objetivo de política.
8. Ante esta situación, Costa Rica se ha vuelto un país sumamente caro lo cual pone en riesgo la continuidad o la migración de empresas agrícolas, industriales y turísticas y, por tanto, la generación de cerca de 600 mil empleos directos generados por estas actividades.
9. Si bien el exceso de sobreoferta en las ventanillas de los bancos comerciales se ha visto reducida significativamente en los últimos meses, el Banco Central ha intervenido vendiendo cerca de 400 millones de dólares en el primer semestre del 2016, sosteniendo la tendencia a la depreciación que se viene presentando durante este año.

10. Se considera que como nunca antes, la coyuntura actual de bajos precios del petróleo; buen nivel de reservas monetarias internacionales; metas de inflación muy superiores al nivel observado; deberían justificar una menor participación del Banco Central en el mercado cambiario, dejando que haya una depreciación más elevada y al no estar en pleno empleo la economía, no todo este incremento se iría a precios y por tanto, el tipo de cambio real se depreciaría estimulando las exportaciones de bienes y servicios y el turismo y con ellos, la reactivación económica y el empleo. Si esto no es factible, al menos, concentrarse con carácter de urgencia en eliminar las distorsiones que presionan a la apreciación real del colón, como el diferencial de tasas de interés locales dólares y colones; reducir el margen de conversión a moneda extranjera del patrimonio de los intermediarios; promover un menor diferencial entre el tipo de cambio de compra-venta de los intermediarios; asumir un liderazgo más proactivo en las reformas financieras, especialmente incentivando más competencia el mercado de intermediación en colones y promoviendo la generación de nuevas leyes como el Seguro de Depósitos y de Supervisión Consolidada.

A propósito de estas críticas, el Banco Central ha generado varios documentos públicos, entre ellos: Banco Central, Inflación y Crecimiento Económico. Olivier Castro. 4 mayo 2016; Competitividad, Tipo de Cambio, Empleo e Inflación. Olivier Castro. 1 junio 2016; El Banco Central y el Mercado Cambiario. Eduardo Prado. 20 de junio 2016, donde se refutan los argumentos arriba expuestos de la siguiente manera:

1. El nivel actual del tipo de cambio es el resultado de las condiciones objetivas de la economía. Desde el punto de vista de las políticas monetaria y cambiaria, no se considera necesario ni prudente realizar artificialmente ajuste alguno.
2. En el Banco Central se considera que una volatilidad mayor al inicio del nuevo régimen de flotación administrada en febrero del 2015, hubiese sido contraproducente para su consolidación y que lo actuado fue coherente con proveer confianza en el sistema cambiario y en la política del Banco Central en general.
3. La estabilidad cambiaria ha sido beneficiosa para mantener los precios internos de los productos importados sin variaciones considerables, beneficiando al consumidor final.
4. No es correcto afirmar que el Banco Central privilegia la estabilidad del tipo de cambio a cualquier costo.
5. La variación de reservas monetarias en poder del Banco Central durante el 2016 ha sido mínima.
6. Los flujos de capital y la IED han sido coherentes con el déficit de Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, lo cual sugiere que el nivel de tipo de cambio es congruente con el estado actual de los fundamentales de la economía.
7. Al parecer hay factores estructurales que han impedido aumentar el empleo a pesar del repunte económico, situación que constituye un reto en el mediano plazo para las políticas públicas.

8. Una política de empleo debe ser dirigida a facilitar al desempleado una rápida inserción en la masa de ocupados, que considere una capacitación acorde con las necesidades de empleo dentro de la economía.
9. Hay otras variables que afectan los resultados de la economía nacional, principalmente el déficit fiscal y su financiamiento, sobre el cual el Banco Central no tiene control.
10. No debe cometerse el error de pensar que un movimiento inducido del tipo de cambio, que no responde a las fuerzas del mercado, va a mejorar la competitividad. El mecanismo de transmisión a la inflación anula el efecto de la depreciación inducida, manteniendo el tipo de cambio real sin modificación y, en consecuencia, el nivel de competitividad sin alteración.
11. El nivel de competitividad de un país debe basarse en la calidad de la mano de obra, el nivel de innovación, el cambio tecnológico, la mejora de la infraestructura, la estabilidad macroeconómica, la eficiencia del sistema financiero, entre otras; la mayoría de las cuales están fuera del resorte del Banco Central o trascienden solamente la política cambiaria.
12. Existe aún espacios para aumentar la productividad local lo cual permite mantener la competitividad y fomentar el consumo de bienes y servicios en el mercado internacional.
13. La actuación del Banco Central en el nuevo régimen cambiario de flotación administrada ha sido prudente, equilibrada y coherente a lo largo del tiempo.

Al momento de publicarse esta ponencia, aún estaba en revisión el Programa Macroeconómico del 2016, sin embargo, es posible concluir de la respuesta del Banco Central que no habrá mayor cambio en la gestión de su política cambiaria y su consecución de metas de inflación.

Es probable que en lo que resta de este año 2016, se sigan utilizando Reservas Monetarias Internacionales para mantener la estabilidad cambiaria nominal.

## **9. Conclusiones y recomendaciones**

Como resultado de esta ponencia, se concluye lo siguiente:

- a. La fijación del tipo de cambio nominal y su impacto sobre el tipo de cambio real es una materia compleja y con afectación a varios sectores de actividad económica.
- b. Por tanto, la Política de Manejo Cambiario deber ser profesional, prudente y objetiva para lograr en la medida de lo posible un tipo de cambio real neutro; es decir, que no favorezca ni a exportadores ni a importadores.
- c. Con la modificación del régimen cambiario de mini devaluaciones se ha dado una apreciación real del colón que ha perjudicado la competitividad del sector exportador y turístico, así como abaratado los bienes importados y no transables.
- d. De igual forma, la presión a la apreciación del colón, ha inducido a los sectores económicos a endeudarse en esta moneda y a convertir ahorros internos de dólares a colones.

- e. La apreciación del colón está relacionada con el excesivo gasto de gobierno y su financiación externa, así como el diferencial de tasas de interés de colones y dólares. En el mediano plazo, atacar esos elementos, es una forma de lograr recuperar la competitividad.
- f. Otros países competidores han depreciado fuertemente sus monedas y no todo se ha transmitido a inflación, con lo cual, coyunturalmente han ganado competitividad respecto a Costa Rica
- g. Es cierto que la competitividad de largo plazo está afectada por otros factores estructurales más que el tipo de cambio real. Sin embargo, en el corto plazo, podrían presentarse ventanas de oportunidad o amenaza según sea el nivel que alcance este precio. O sea, si ocurre una apreciación real del colón, obtienen ventajas los importadores en contra de los exportadores o viceversa, si lo que ocurre es una depreciación real de la moneda local.
- h. Si bien el Banco Central ha sido sumamente exitoso en el objetivo prioritario que le encomienda el artículo 2 de su Ley, se necesita también un mayor énfasis en los otros objetivos secundarios, como la búsqueda del pleno empleo de los recursos productivos; la estabilidad y reformas financieras y el buen uso de sus Reservas Monetarias Internacionales.
- i. Los volúmenes de negociación en el Monex que fijan el tipo de cambio del mercado, no necesariamente están explicados en su totalidad por los fundamentales de la economía, por lo cual, podría ser que este precio tan relevante, este reflejando presiones ajenas a este criterio, como podrían ser movimientos especulativos financieros, tanto desde el sector externo o bien, por intermediarios financieros o comerciales internos.

Como recomendaciones o sugerencias para nuevos estudios del Estado de la Nación surgen los siguientes temas y preguntas de investigación:

- a. Analizar la oportunidad y la calidad de la información sobre el mercado cambiario. Si bien es cierto se pone a disposición del público gran cantidad de información por parte del Banco Central, su procesamiento es complejo y además hacen falta nuevos datos para tener el panorama completo de los flujos de negociación en el mercado cambiario. Por ejemplo, no existe detalle de las negociaciones directas de otros participantes en el Monex o no se especifica de las variaciones de la posición en moneda extranjera de los bancos cuánto fue por negociaciones en Monex o bien por otras fuentes.
- b. ¿Debe, el tipo de cambio del mercado, reflejar todos los precios existentes, tanto del mercado de ventanillas como del de Monex?
- c. Analizar la conveniencia de publicar, cuál es el diferencial de compra-venta real de los intermediarios, pues hoy solo se publica en de las ventanillas y no el que se obtiene en las mesas de cambio o negociación de los intermediarios.
- d. ¿Un menor porcentaje de variación diaria en la posición en moneda extranjera de los intermediarios podría contribuir a la transparencia y reducir los movimientos especulativos en la fijación del tipo de cambio?
- e. Estudiar cómo reducir las tasas de interés en colones, por ejemplo, mediante el incremento del nivel de eficiencia operativo del Sistema Bancario, para reducir el riesgo estructural de exposición a deudores no generadores de divisas.

- f. Estudiar la forma de evitar que surjan dudas sobre si efectivamente las reglas de intervención se están aplicando para que el Banco Central obtenga mayor credibilidad de los diferentes agentes económicos. Por ejemplo, no es clara la explicación que, por cerca de 5 meses del 2016, el tipo de cambio fuera literalmente fijo y en un solo mes, se diera una depreciación de más del 2%, sin que necesariamente hubiesen cambiado los fundamentales económicos.
- g. ¿Es correcto hacer uso de las Reservas Monetarias Internacionales para satisfacer los gastos del Gobierno Central en vez que el ajuste venga por depreciación de la moneda?

## 10. Bibliografía

Banco Central de Costa Rica. 2006. Reglamento para Operaciones Cambiarias de Contado. Disponible en:

[http://www.bccr.fi.cr/marco\\_legal/reglamentos/Reglamento\\_Operaciones\\_Cambiarias\\_Contado\\_BCCR.pdf](http://www.bccr.fi.cr/marco_legal/reglamentos/Reglamento_Operaciones_Cambiarias_Contado_BCCR.pdf)

Banco Central de Costa Rica. 2014. Adopción del Sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6), Documento Metodológico.

Banco Central de Costa Rica. 2015. Artículo 5 de la sesión 5677-2015. Disponible en: [http://www.bccr.fi.cr/marco\\_legal/acuerdos\\_JD/BCCR\\_5677-2015\\_Art5.pdf](http://www.bccr.fi.cr/marco_legal/acuerdos_JD/BCCR_5677-2015_Art5.pdf)

Banco Central de Costa Rica. 2015. Artículo 5 de la sesión 5300-2006. Disponible en: [http://www.bccr.fi.cr/marco\\_legal/acuerdos\\_JD/BCCR\\_5300-2006\\_Art5.pdf](http://www.bccr.fi.cr/marco_legal/acuerdos_JD/BCCR_5300-2006_Art5.pdf)

Banco Central de Costa Rica. 2015. Reglamento del Sistema de Pagos. Disponible en: [http://www.bccr.fi.cr/marco\\_legal/reglamentos/Reglamento\\_Sistema\\_Pagos.pdf](http://www.bccr.fi.cr/marco_legal/reglamentos/Reglamento_Sistema_Pagos.pdf)

Banco Central de Costa Rica. Política Cambiaria. Disponible en: [http://www.bccr.fi.cr/politica\\_cambiaria/](http://www.bccr.fi.cr/politica_cambiaria/)

Barquero, José y Muñoz, Evelyn. 2015. Costa Rica: tipo de cambio real y zona de equilibrio. *Documento de Trabajo* DT-06-2015. Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.

Castro, Olivier. 2016. Banco Central, Inflación y Crecimiento Económico. Banco Central de Costa Rica. 10 mayo 2016. Disponible en: [http://www.bccr.fi.cr/discursos\\_presentaciones/El\\_Banco\\_Central\\_inflacion\\_y\\_crecimiento\\_economico.pdf](http://www.bccr.fi.cr/discursos_presentaciones/El_Banco_Central_inflacion_y_crecimiento_economico.pdf)

Castro, Olivier. 2016. Competitividad, Tipo de Cambio, Empleo e Inflación. Banco Central de Costa Rica. 1 junio 2016. Disponible en: [http://www.bccr.fi.cr/discursos\\_presentaciones/Competitividad\\_tipo\\_de\\_cambio\\_empleo\\_e\\_inflacion.pdf](http://www.bccr.fi.cr/discursos_presentaciones/Competitividad_tipo_de_cambio_empleo_e_inflacion.pdf)

Corden, W. M. 2002. *Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes*, MIT Press, Cambridge, Mass.

Delgado, Félix. 2006. Experiencia de Costa Rica con el Sistema de Minidevaluaciones, Régimen Cambiario de 1984 al 2006. Academia de Centroamérica.

Edwards, Sebastian. 1989. Real Exchange Rates in the Developing Countries: Concepts and Measurement. NBER Working Paper No. 2950 April 1989.

Ley Orgánica del Banco Central. 1995. Disponible en: <http://www.hacienda.go.cr/>

Méndez, Eduardo y Orozco, Norman. 1996. Sistema de Bandas Cambiarias. Banco Central de Costa Rica.

Prado, Eduardo. 2016. El BCCR y el Mercado Cambiario. Banco Central de Costa Rica. 1 junio 2016. Disponible en: [http://www.bccr.fi.cr/discursos\\_presentaciones/EI\\_BCCR\\_y\\_el\\_mercado\\_cambiario.pdf](http://www.bccr.fi.cr/discursos_presentaciones/EI_BCCR_y_el_mercado_cambiario.pdf)

Sarno, Lucio y Taylor, Mark. 2002. The Economics of Exchange Rates. Cambridge University Press.