

VIGESIMOPRIMER INFORME ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO HUMANO SOSTENIBLE 2014

Ponencia “Análisis de la política monetaria del 2014”

Valerie Lankester Campos
2015



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.

Contenido

El rol del mercado de liquidez dentro del objetivo inflacionario	8
Un mercado cambiario de flotación administrada.....	19
Implicaciones de un régimen de flotación administrada	22
Tasas de interés.....	25
Política monetaria y cambiaria: ante un nuevo escenario global	33
Conclusiones.....	36

Descriptores

Inflación, tasa de interés, tipo de cambio, meta de inflación, política monetaria, política cambiaria, régimen cambiario, flotación administrada, relajamiento cuantitativo, riesgo país, subasta, mercado de liquidez.

Resumen ejecutivo

Mediante el análisis de los principales resultados y tendencias de las variables monetarias y cambiarias, esta ponencia tiene el objetivo general de valorar los logros y limitaciones de la política monetaria y cambiaria costarricense.

El cierre del año 2014 se caracterizó por una inflación levemente por encima del objetivo inflacionario, así como una relativa estabilidad del tipo de cambio a partir del segundo cuatrimestre del año, debido a que esta variable tuvo grandes oscilaciones en los primeros meses del 2014. El Banco Central mantuvo un manejo de las variables monetarias para poder cumplir con sus objetivos inflacionarios de mediano y largo plazo. A pesar del aumento del tipo de cambio a inicios del año, esta institución logró un comportamiento acorde y en control de la oferta monetaria, así como una modificación en la forma en que las necesidades de divisas por parte del Sector Público No Financiero (SPNF) se manifestaban en el mercado cambiario, en donde se redujo la volatilidad en sus negociaciones. Incluso, para finales del año, las expectativas de inflación empezaron a cambiar, hacia la baja. A este contexto se le agrega el inicio de los programas de estímulo en Europa (enero 2015), así como el fin de éstos en Estados Unidos (octubre 2014).

Para poder cumplir con el objetivo de una baja inflación se puede pensar en cuatro condiciones básicas,

- un adecuado manejo de los agregados monetarios por parte del BCCR,
- una ausencia de presiones de demanda agregada,
- un poco efecto traslado o *pass-through* del tipo de cambio, y
- un comportamiento anclado de las expectativas inflacionarias.

Es el objetivo de esta ponencia poder analizar estas cuatro condiciones para describir cómo ha transitado el BCCR hacia esa meta inflacionaria de 4% +/- 1 p.p. (un punto porcentual) dónde está y cuáles son las condiciones que tiene que estudiar y cuidar de acuerdo con su objetivo inflacionario de mediano y largo plazo.

Se empieza entonces con el análisis de los macroprecios, para pasar a ver con mayor profundidad lo que pasa con el mercado de liquidez y determinar si el régimen de flotación administrada ofrece las bondades que el mercado cambiario costarricense requiere. Posteriormente se estudia el comportamiento de las tasas de interés, por un lado como el instrumento de política monetaria del BCCR, y por otro como el precio de transmisión al resto de sectores a través del sistema financiero.

Comportamiento de los macroprecios costarricenses: inflación, tipo de cambio y tasas de intereses locales

Según la definición ofrecida por el Fondo Monetario Internacional (FMI),¹ la inflación es “un aumento sostenido en el nivel general de precios, frecuentemente medido por un índice de precios al consumidor. La tasa de inflación es el cambio porcentual en el nivel de precios en un periodo determinado.” En general y con base en la teoría Cuantitativa del Dinero, se afirma que la inflación es un fenómeno monetario porque sólo se puede dar por un aumento más rápido en la cantidad de oferta de dinero (oferta monetaria) que de la producción. A pesar de que variaciones en la demanda agregada, cambios tecnológicos o movimientos en los precios de las materias primas pueden afectar la evolución del nivel general de precios en el corto plazo, conforme pasa el tiempo, sus efectos pueden contrarrestarse a través de la política monetaria.

La inflación, entonces, es el cambio en el valor de cada unidad monetaria. Es por ello, que medir la inflación a través de las variaciones del Índice de Precios al Consumidor (IPC) es una de las aproximaciones metodológicas que se utilizan a nivel global. Sin embargo, el resultado de estas variaciones lo que refleja es el cambio en el nivel de precios de una canasta de bienes y servicios específica que termina aproximando el cambio en el costo de vida a través de dicha canasta representativa.

¹ International Monetary Fund, Glossary of selected financial terms. Last updated 31 octubre 2006 [en línea], Washington D.C. Disponible en: <http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp> [Consulta: 14 de junio, 2015] Traducción BCCR.

Esta aproximación, a través del IPC, tiene desventajas como el hecho de que los precios de diferentes productos varían en diferentes magnitudes y los consumidores pueden escoger si compran algo más barato aun cuando la medida del IPC supone que van a seguir comprando la misma canasta representativa. Así como que el IPC tiene dificultades para incluir cambios en la calidad de los bienes y servicios.

A pesar de estas desventajas, por su cobertura mediática, las variaciones del IPC terminan jugando un rol determinante en las expectativas de los trabajadores y productores sobre el nivel futuro de la inflación y por ende, en los niveles inflacionarios resultantes. Además, los salarios, índices de pobreza y otros elementos económicos se ven afectados directamente por este índice.

Es por ello, que el análisis del fenómeno inflacionario para Costa Rica en este estudio no sólo va a tomar en cuenta la evolución del IPC sino que va a considerar el comportamiento de otras variables como el Índice Subyacente de Inflación, ISI, que pretende minimizar la desventaja del IPC sobre la volatilidad en los precios de algunos de sus componentes.

El resultado inflacionario del 2014, medido por la variación interanual del IPC en Costa Rica, fue de 5.13% estuvo por encima de la meta anunciada del Banco Central de Costa Rica (BCCR) en su programa macroeconómico de 4% +/- 1 p.p. (un punto porcentual) como consecuencia principalmente del pass-through o traspaso² del tipo de cambio, causado por una volatilidad significativa durante el primer trimestre en la negociación cambiaria. El nivel de tasas de interés mantuvo un incremento pausado durante el año, por ejemplo, la tasa básica pasiva aumentó de 6.50% a 7.20%.

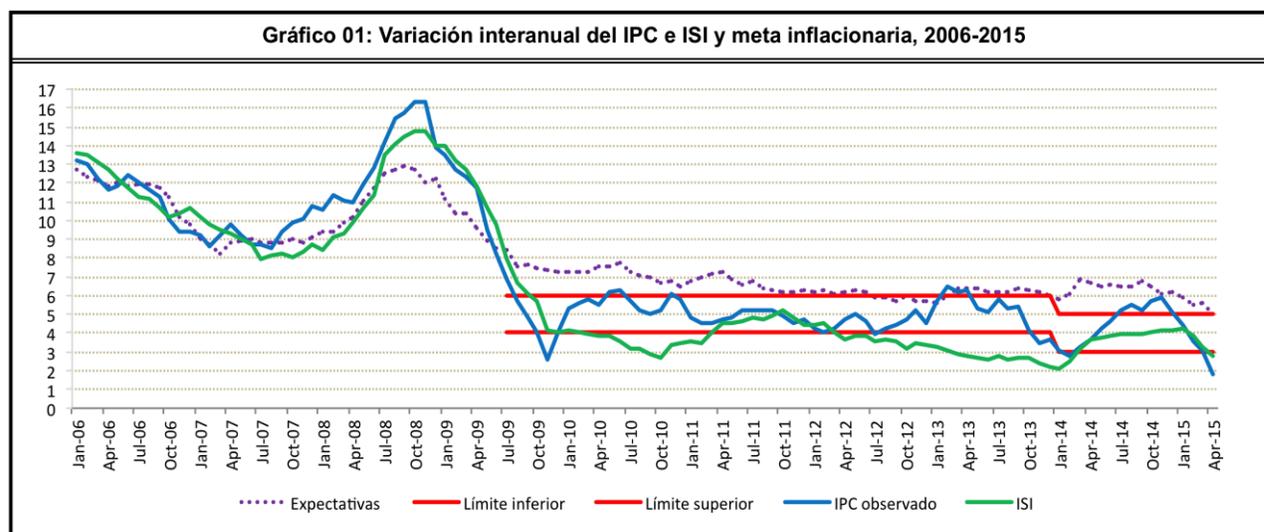
En lo que respecta al 2015, durante el primer cuatrimestre, el tipo de cambio se mantuvo dentro del rango observado desde segundo semestre del año anterior, las tasas de interés se han comportado hacia la baja y la inflación ha visto pocas presiones internas y externas. En esta sección se pretende describir y analizar el comportamiento de estos macroprecios en el período 2014 y primer cuatrimestre 2015.

² Este traspaso consiste en la incorporación de las volatilidades cambiarias a los precios internos

Inflación

El primer trimestre del 2014 se caracterizó por un movimiento significativo del tipo de cambio, que se tradujo en un cambio de expectativas inflacionarias³ para lo restante del año. En efecto, la inflación interanual⁴ pasó de un 3.68% en el cierre del 2013 a niveles por encima del 5% en el segundo semestre del 2014. A pesar de que durante los primeros seis meses del 2014, la inflación se ubica dentro del rango meta de política (4% +/- 1 p.p.) las expectativas se mantuvieron alrededor del 6%, lo que implica que los agentes no tienen credibilidad en que el BCCR pueda cumplir con su objetivo inflacionario.

Se puede observar (gráfico 01) como las variaciones interanuales del Índice de Precios al Consumidor⁵ (IPC) y del Índice Subyacente de Inflación⁶ (ISI) se mantuvieron dentro de la meta inflacionaria. Sin embargo, para el segundo semestre, el IPC sobrepasa el 5%, mientras que el ISI se mantiene dentro del rango. Es por ello, que el BCCR no cambia su meta y dispuso acciones para que la inflación se mantuviera dentro de su tendencia de mediano plazo; de hecho, el banco central no acomoda su meta inflacionaria de acuerdo con resultados obtenidos de corto plazo, si no que la determina de acuerdo con su tendencia de mediano plazo.



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

³ Las expectativas inflacionarias se miden a través del resultado de la encuesta realizada por el BCCR. Según su metodología, se consulta a analistas del sistema financiero, así como a empresarios, académicos y consultores, todos agentes económicos independientes considerados formadores de opinión en la materia. Se aplica el día que se hace de conocimiento público el último dato mensual observado del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Para mayor detalle, revisar la metodología publicada en la página web del Banco Central.

⁴ Medida a través de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

⁵ Consiste en una canasta de 292 bienes y servicios.

⁶ Este indicador muestra la tendencia subyacente de la inflación, procurando capturar el movimiento de mediano y largo plazo del nivel general de precios, aislando las variaciones en precios más volátiles. Con este índice el BCCR pretende tener una medida que logre capturar el núcleo inflacionario que mida el componente de cambio en precios relacionado con el fenómeno monetario. Ya que sobre este núcleo inflacionario es que la política monetaria podría tener la mayor influencia.

En su revisión del programa macroeconómico del 2014, el BCCR modificó su proyección de inflación para el cierre del año, pero como se mencionó, no consideró variar su meta, al considerar que la convergencia de la inflación se iba a dar en el primer trimestre del 2015 principalmente porque los indicadores de inflación subyacente se mantuvieron en el rango y además no existían presiones por demanda agregada.

Asimismo, durante los primeros meses del 2015 se dio una coyuntura en los precios internacionales en donde la tendencia hacia la baja fue marcada para las principales materias primas (como el petróleo) y bienes agrícolas (como la soya y el maíz), que a pesar de no ser componentes estrictos del fenómeno inflacionario, influyen de manera significativa las expectativas y variaciones del IPC. Esto contribuyó a la convergencia de la meta inflacionaria para el primer cuatrimestre del 2015 y que su desviación para el cierre del 2014 fuera leve, al cerrar en 5.13%

El BCCR afirma que la presión inflacionaria observada a partir del marzo del 2014, no estuvo asociada con desequilibrios monetarios ni presiones de inflación importada, sino al movimiento cambiario ya mencionado. De hecho, afirma que las medidas de control⁷ que tomó permitieron que los medios de pago, determinantes de la inflación en el largo plazo, crecieran a tasas acordes con el nivel de actividad económica, la meta de inflación y el mayor grado de profundización financiera.

El BCCR basa su política monetaria en la inflación interanual de mediano y largo plazo, representada por el Índice Subyacente de Inflación (ISI) y lo complementa con otros indicadores de inflación subyacente. Durante el 2014 y primer cuatrimestre del 2015 este indicador se mantuvo dentro de la meta inflacionaria alcanzando un valor máximo de 4.20% En el gráfico 01 se observa cómo esta variable también tuvo una influencia hacia el alza durante el 2014 y revertió esa tendencia en los primeros meses del 2015, para ubicarse en el mes de abril en un nivel de 2.75%. Lo anterior evidencia el esfuerzo realizado por la entidad monetaria por alcanzar una inflación local más cercana a la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales del país, de un 3% aproximadamente (BCCR, 2015:09).

Pensando en que la medida del IPC tiene gran influencia sobre los resultados de las expectativas, se ve con un poco más de detalle y de manera desagregada, el comportamiento de los grupos que componen el IPC: seis se ubicaron por encima del rango meta de inflación, dos por debajo del rango y cuatro dentro del rango (cuadro 01).

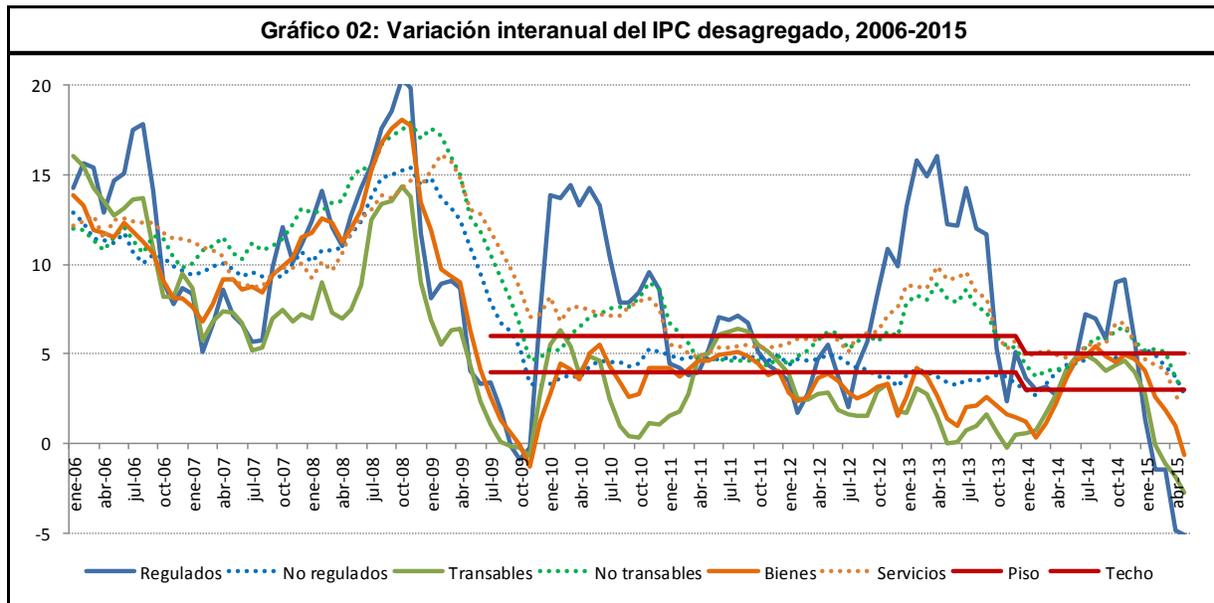
⁷ En el programa monetario del BCCR, los medios de pago mostraron las tasas de crecimiento esperadas por la entidad y por ende congruentes con la meta inflacionaria; además, la actividad económica y el incremento de la profundización financiera siguieron la misma línea. Y por último, el ahorro financiero y el crédito privado crecieron sin presiones estimadas sobre el gasto dado el control monetario. También tomó medidas a nivel de tasa de política monetaria, aumentándola en dos ocasiones durante los primeros 5 meses del 2014.

Cuadro 1
IPC por grupos-variaciones anuales-

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
IPC	10,81%	13,90%	4,05%	5,83%	4,73%	4,55%	3,68%	5,13%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	20,96%	22,81%	-1,45%	9,04%	4,06%	1,20%	3,30%	6,33%
Bebidas alcohólicas y cigarrillos	11,08%	15,62%	9,06%	6,59%	5,01%	32,39%	9,38%	5,09%
Comidas y bebidas fuera del hogar	13,75%	17,25%	7,34%	6,45%	6,09%	4,70%	3,17%	4,28%
Prendas de vestir y calzado	-2,10%	1,12%	3,32%	0,63%	0,70%	-0,71%	-1,76%	-0,31%
Alquiler y servicios de vivienda	9,76%	15,40%	11,86%	10,19%	2,67%	15,27%	2,95%	7,82%
Artículos para la vivienda y servicio doméstico	10,49%	12,80%	4,00%	3,24%	4,17%	2,73%	2,71%	3,46%
Salud	8,61%	12,23%	9,21%	7,13%	5,46%	5,21%	5,06%	6,60%
Transporte	10,45%	9,54%	2,25%	4,89%	7,17%	3,76%	1,99%	3,92%
Comunicaciones	-0,44%	0,29%	-0,48%	-1,28%	-0,44%	-0,80%	26,78%	0,08%
Entretenimiento y cultura	3,26%	10,23%	3,81%	-3,17%	2,14%	1,10%	2,47%	3,63%
Educación	11,70%	12,57%	11,21%	9,74%	8,18%	7,45%	7,01%	6,53%
Bienes y servicios diversos	7,54%	15,13%	3,16%	3,71%	7,14%	3,04%	3,04%	6,74%

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Con el fin de ver la sostenibilidad de la meta inflacionaria del BCCR, el IPC puede analizarse a través de otra desagregación, consistente en los siguientes en seis subíndices (gráfico 02). Las tasas de variación interanual de estos subíndices muestran una tendencia hacia la baja en los últimos nueve años, congruente con el cambio de régimen cambiario.



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

Estos subíndices se mantuvieron dentro del rango meta durante los primeros seis meses del 2014, sin embargo, para la segunda mitad del año, tuvieron un aumento

significativo saliéndose del rango. Para el primer cuatrimestre del 2015 se ve un revés hacia la baja principalmente en el subíndice de los bienes regulados, que presentaron una variación interanual de -4.9% en el mes de abril. Las variaciones de los otros subíndices estuvieron también por debajo de la meta: *Servicios* (2.55%), *No Transables* (3.61%), *No Regulados* (3,76%), *Bienes* (0,98%) y *Transables* (-1.86%). Estos resultados pueden obedecer a las variaciones en los términos de intercambio, a ajustes inflacionarios y a la poca volatilidad del tipo de cambio.

Cabe resaltar que la variación observada en el subíndice de precios *Regulados* en los últimos meses del 2014 y primeros del 2015, se ha influenciado de gran manera por aspectos coyunturales, principalmente por los ajustes de precios de bienes y servicios regulados, y el comportamiento del precio del petróleo, que no tiene que ver con el efecto inflacionario en el sentido monetario pero sí con los resultados del IPC.

El rol del mercado de liquidez dentro del objetivo inflacionario

Se analiza entonces el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) en donde se definen la tasa de interés a un día y se controla los niveles de liquidez del sistema financiero, evitando desequilibrios monetarios que comprometan el cumplimiento de la meta inflacionaria del BCCR. Como se mencionó en la sección anterior, la primer condición para contener inflación en niveles bajos, es un adecuado manejo de los agregados monetarios por parte del BCCR y el MIL (dadas las características mencionadas) es un instrumento útil para analizarlo.

El MIL es el servicio que provee el BCCR desde agosto del 2009 en el que participan los regulados de SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE, así como el BCCR, para administrar sus posiciones de liquidez de corto plazo y que opera sobre la plataforma del Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (SINPE).

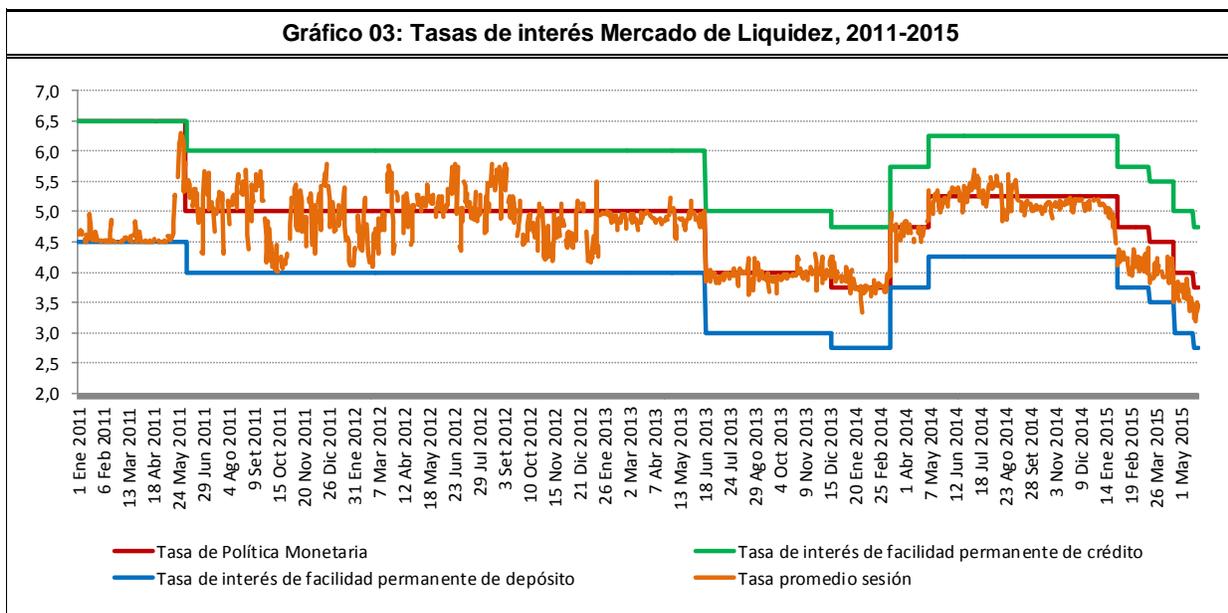
Este mercado es el mecanismo a través del cual se pueden dar préstamos de manera permanente a una tasa de interés fija (tasa de interés de la Facilidad Permanente de Crédito, FPC) a un día plazo. Y también, es el mecanismo por el cual existe la posibilidad de depósitos por el Banco Central por parte de las instituciones bancarias durante la noche; la tasa de interés a pagar es la tasa de interés de la Facilidad Permanente de Depósito (FPC) a un día plazo. Según las características definidas por el BCCR para el MIL, la tasa de interés de la FPC se establece un 1 p.p. por encima de la Tasa de Política Monetaria (TPM) y la tasa de interés de la FPD un 1 p.p. por debajo de ella.

El propósito de este mercado es brindar al BCCR una herramienta para estabilizar la demanda de reservas (liquidez) por parte de las instituciones bancarias en un nivel de tasa de interés acorde con sus objetivos.

El gráfico 03 muestra el comportamiento histórico de la tasa de interés del MIL, a la cual se pactan operaciones de liquidez entre instituciones financieras. Se observa la relación cercana entre esta tasa de interés negociada y el nivel de la TPM, a pesar de que esta

última es solamente una guía para el mercado establecida por el Banco Central con base al objetivo inflacionario, la institución procura a través de operaciones y subastas de liquidez que la tasa efectiva en el MIL se acerque lo más posible a la TPM.

Además se observa, en este gráfico, que el rango de variación de esta tasa ha sido menor desde 2013 en comparación con los dos años anteriores a este. También es notable la relación tan cercana que existe entre ambas tasas, reflejada especialmente en los cambios de la TPM: siempre que ha cambiado, la tasa del MIL le sigue de cerca. Por lo que el MIL es el mercado en donde la TPM tiene un primer efecto como mecanismo de transmisión hacia el resto de tasas del mercado al acercar la tasa efectiva en el MIL a su guía de tasa de interés, la TPM.



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

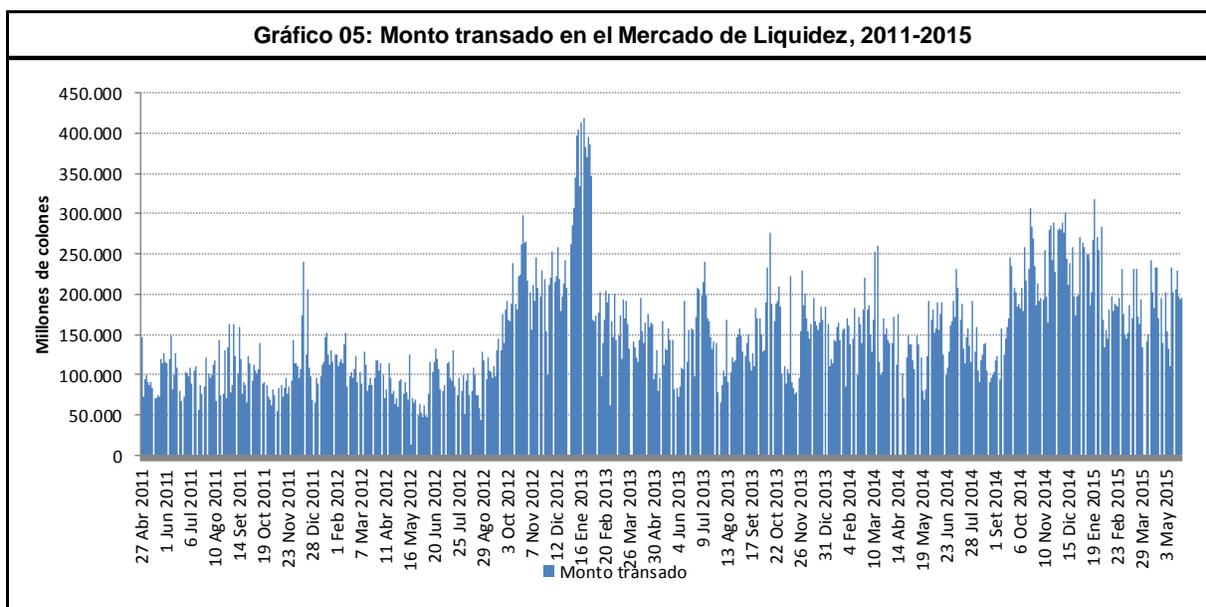
A partir de su creación, en el año 2009, el servicio MIL provee⁸ a las entidades del Sistema Financiero Nacional de una plataforma de negociación segura y eficiente, para la administración de sus posiciones de liquidez de corto plazo (de 1 a 90 días). Por medio del servicio MIL los participantes negocian entre sí operaciones diferidas de liquidez, en moneda nacional y extranjera, garantizadas,⁹ ello de conformidad con las disposiciones que establece el Reglamento del Sistema de Pagos y los lineamientos que determine la Junta Directiva del BCCR para el mercado de dinero costarricense. Durante el primer año y medio a partir de su creación, el monto negociado promedio diario dentro del MIL estuvo alrededor de los ₡75.000 millones. Conforme ha pasado el tiempo, este monto se ha incrementado de manera significativa prácticamente

⁸ Según la información en la página de internet del BCCR, www.bccr.fi.cr

⁹ Todas las operaciones son garantizadas con excepción de los depósitos que los participantes quieran hacer dentro del Banco Central

duplicándose en la actualidad; mostrando su importancia para el sector financiero como recurso para calzar sus posiciones de corto plazo. Se ve durante el mes de enero del 2013 un aumento importante y transitorio en donde se negoció alrededor de ¢400.000 millones.

A través de las operaciones del MIL se puede observar como es un mecanismo a través del cual es BCCR puede cumplir con sus objetivos inflacionarios. Por ejemplo, a inicios del 2013 se dio un incremento significativo en las negociaciones diarias que se debió a la activa participación del BCCR mediante las subastas de Operaciones Diferidas de Liquidez (ODL), en las que contrae liquidez, para retirar numerario del sistema y esto lo define de acuerdo con sus objetivos.



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

Las condiciones de inicio del 2014 de ajuste en el precio de los bienes y servicios regulados (electricidad y combustibles principalmente), así como el aumento abrupto del tipo de cambio presionaron las expectativas de inflación al alza por lo que el BCCR optó por aumentar la TPM en 1 p.p. el 13 de marzo y en 0.5 p.p. dos meses después (07 de mayo) quedando en 5.25 p.p. para controlar efectos de segunda ronda. Este aumento se reflejó en la tasa promedio negociada dentro del mercado MIL. También, a finales del 2014, se vio un incremento en la liquidez explicado por los vencimientos de deuda pública no renovados por parte del Ministerio de Hacienda y por las compras de divisas realizadas por el BCCR, provocando una tasa de interés en el MIL inferior a la TPM,¹⁰ el monto negociado promedio diario aumentó casi a 200,000 de colones. Al administrarse esta liquidez dentro del MIL, no se dieron presiones sobre el gasto y por ende se evitaron mayores presiones sobre el objetivo inflacionario del Central. Sin embargo, al ser el MIL un mercado de muy corto plazo (entre 1 y 90 días) es importante

¹⁰ Programa Macroeconómico 2015-2016

que el BCCR para estas condiciones, logre un traslado de los recursos a instrumentos de mayor plazo para neutralizar las condiciones de liquidez por más tiempo según sea necesario.

Por tanto, tal y como lo señala el Banco Central “La presión inflacionaria observada a partir de marzo no estuvo asociada a desequilibrios monetarios ni presiones de inflación importada. Las medidas de control del Banco Central permitieron que los medios de pago, determinantes de la inflación en el largo plazo, crecieran a tasas acordes con el nivel de actividad económica, la meta de inflación y el mayor grado de profundización financiera”.¹¹ Lo que le permitió al BCCR poder influenciar sobre la primera condición para mantener un nivel de precio sin mayores presiones, como lo es el adecuado manejo de los agregados monetarios.

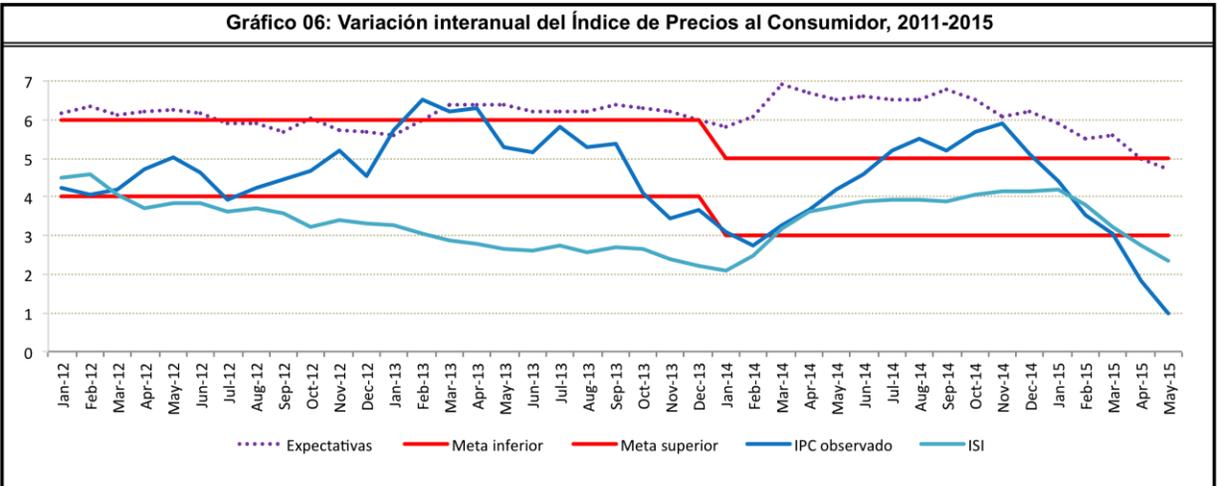
Como se mencionó anteriormente, existen otras tres condiciones que influyen hacia la baja el comportamiento inflacionario: ausencia de presiones de la demanda agregada, poco efecto traslado o *pass-through* del tipo de cambio y las expectativas de inflación hacia la baja.

En cuanto a la segunda condición, sobre la demanda agregada, el 3.5% de crecimiento de la economía durante el 2014, así como el comportamiento de los indicadores monetarios y crediticios no dieron señales de presión sobre el nivel general de precios. De hecho, y como se menciona en el programa monetario del BCCR, los medios de pago mostraron las tasas de crecimiento esperadas por la entidad y por ende congruentes con la meta inflacionaria; además, la actividad económica y el incremento de la profundización financiera siguieron la misma línea. Y por último, el ahorro financiero y el crédito privado crecieron sin presiones estimadas sobre el gasto dado el control monetario reflejado en las acciones del BCCR, como los movimientos de su TPM, por ejemplo.

Por otra parte de la condición sobre el efecto traspaso proveniente del tipo de cambio, la depreciación del colón del primer trimestre 2014, tuvo un efecto inmediato y directo sobre el costo de las importaciones como el combustible y un efecto indirecto sobre otros precios de bienes y costos. Por tanto, existió un efecto “pass-through” o traslado, porque el sistema productivo tuvo la necesidad de modificar los precios incorporando el movimiento cambiario observado.¹² Este movimiento provocó un cambio en las expectativas inflacionarias de 12 meses, pasando de niveles cercanos al 5% a niveles por encima del 6% reflejado en el gráfico 06.

¹¹ Programa Macroeconómico 2015-16, página 9.

¹² Cabe recalcar que el efecto traspaso se da sobre los bienes transables.



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

La cuarta condición mencionada al inicio de esta sección se refería al comportamiento de las expectativas inflacionarias. Durante el 2014, la diferencia entre las expectativas inflacionarias y la meta del BCCR también se incrementó por el cambio en esta meta, pasando de un 5%+/- 1 p.p. a un 4% +/- 1 p.p., lo que define un rango entre 5% y 3%. El gráfico 06 muestra cómo se desalinearon las expectativas en el momento de la variación cambiaria y cómo en los meses posteriores ha tomado prácticamente un año para que cambien su tendencia hacia una mayor alineación con el objetivo del Central. Es hasta el mes de abril del 2015 que se logra una expectativa alineada con la meta inflacionaria señalando una credibilidad precavida hacia la autoridad monetaria.

El mes de mayo 2015, la encuesta de expectativas señaló una inflación promedio para 12 meses de 4.7%. Estos resultados se han visto especialmente influenciados por los factores coyunturales (precios internacionales) que han provocado, entre otros factores, niveles de inflación de 0.97% interanual para el mes de mayo. También, dada la relación de Costa Rica con sus socios comerciales, cabe resaltar que durante el período analizado no se dieron presiones inflacionarias a través de las importaciones o inflaciones importadas. Una mejora en los términos de intercambio (menor inflación por costos) y un adecuado control de los agregados monetarios contribuyen a este resultado. Ambos factores son importantes para las expectativas inflacionarias,¹³ porque si los resultados obtenidos durante el 2015 se van a considerar transitorios por parte de los agentes económicos, es posible que esta condición pueda presionar en el futuro los niveles de cambio en precios.

Por tanto, se ha analizado el comportamiento de cada una de las cuatro condiciones del mercado interno, mencionadas al inicio, que pueden presionar el nivel de precios, y concluir que durante el 2014 el efecto del tipo de cambio tuvo un rol predominante, así como las expectativas de los agentes, para que el cierre inflacionario del 2014 fuera de 5.13%. También se ve cómo el cambio en estas dos condiciones (un tipo de cambio sin

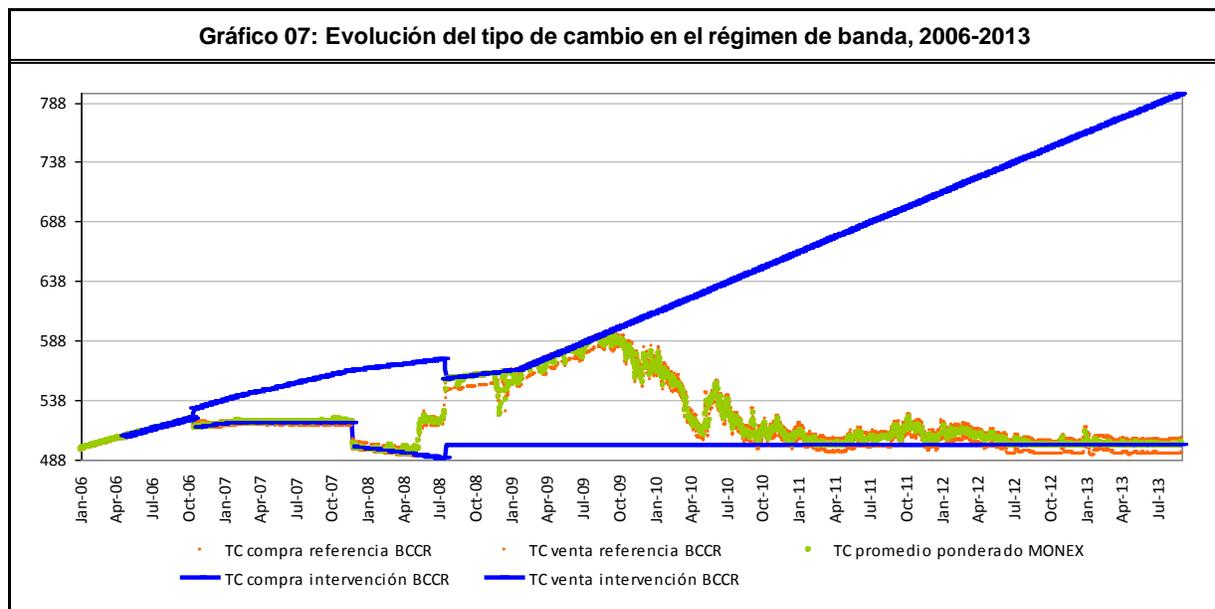
¹³ Las expectativas son un determinante de la inflación

una alta volatilidad y las expectativas alineadas con la meta inflacionaria) ha tenido el efecto contrario sobre los resultados del 2015.

Dada la importancia del mercado cambiario para los resultados inflacionarios, es del interés de este estudio poder analizar en la siguiente sección, las razones para su comportamiento durante 2014 y primeros meses del 2015. Así como hacer una valoración de las ventajas y desventajas que implica un régimen cambiario de flotación administrada.

Tipo de cambio

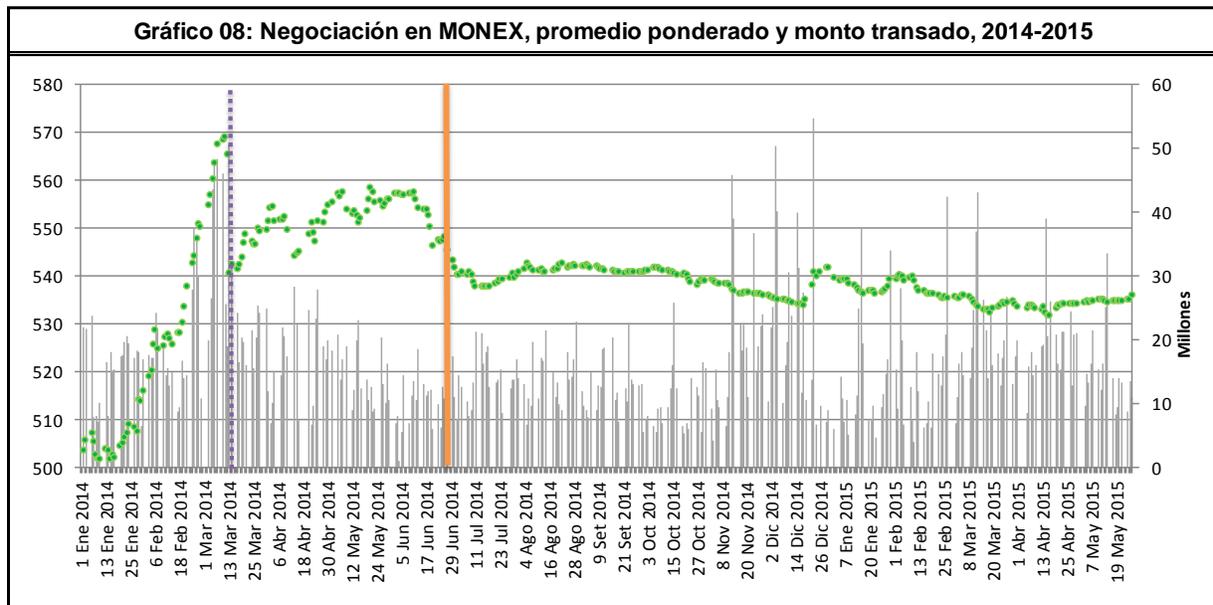
Desde finales del 2010 y hasta finales del 2013, el tipo de cambio se negoció sobre el límite inferior de la banda en el mercado de monedas extranjeras (MONEX); lo que se puede observar en el siguiente gráfico de la evolución cambiaria dentro del régimen de banda.



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

Entre setiembre del 2012 y enero 2013, estas negociaciones se explican por el exceso de oferta de divisas disponibles dentro del mercado. Su procedencia fue diversa, desde capital extranjero buscando inversiones financieras en colones, hasta las colocaciones del Ministerio de Hacienda (MH) de bonos en el exterior, así como las colocaciones internacionales del Banco Nacional (BN), Banco de Costa Rica (BCR) y el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE). Este ingreso de capitales provocó un exceso de dólares en el mercado que llevó al BCCR a intervenir comprando divisas para defender su banda inferior y por tanto, acumular reservas monetarias (gráfico 11).

A partir del 2014 estas circunstancias cambiaron de manera significativa. En el 2014, el tipo de cambio empezó a despegarse de la banda inferior, logrando valores de 500 a 515 colones por dólar en enero, de 515 a 551 colones por dólar en febrero y tocando en marzo un máximo de 568.66 colones por dólar. Además, el monto promedio negociado pasó de \$15 millones aproximadamente a \$30 millones durante los días de mayor volatilidad cambiaria.



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

Tal como documentó Castro (2014), se conjugaron varios factores internos para este movimiento. Por un lado, las emisiones en dólares de las instituciones mencionadas habían sido cambiadas a moneda nacional o gastadas en obligaciones en moneda extranjera, y por otro, existía incertidumbre política por las elecciones presidenciales a realizarse el 02 de febrero del 2014. Además, se notó la distorsión que podría generar dentro del MONEX las compras de moneda extranjera por parte del Sector Público no Bancario (SPNB), aumentando de manera importante la volatilidad dentro del mercado cambiario.

A nivel internacional, se sumó el inicio del retiro del programa de estímulo de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) a su economía. Se anunció, que el retiro de los \$85,000 millones mensuales, se haría de manera paulatina, empezando en diciembre del 2013 y finalizando en octubre 2014. La razón principal de este anuncio fue el mejoramiento de la economía y el nivel de desempleo de la economía de Estados Unidos. Este hecho, hace que exista la expectativa de un aumento de tasas de interés debido a la disminución en la demanda por títulos de la FED y ante un aumento de tasas de interés en EE.UU., se espera mucho del capital de mercados emergentes se vaya a invertir en estos instrumentos que son menos riesgosos, presionando así el nivel de tipo de cambio hacia el alza.

A inicios del 2014 se vivió el proceso electoral para elegir al próximo Presidente de la República y los miembros de la Asamblea Legislativa que también afectó estas negociaciones. Este proceso, fue diferente a los anteriores por el nivel de incertidumbre involucrado; había tres candidatos con fuertes apreciaciones de que podrían resultar electos y con ideologías diferentes. Esta incertidumbre en los agentes económicos, los llevó a ponderar el posible cambio en las políticas a nivel país según cada uno de los candidatos y a tomar decisiones sobre su tenencia de liquidez, pasándose de colones a dólares y por tanto, incrementando la demanda de dólar.

Por otra parte, los factores técnicos en MONEX también contribuyeron a la variación en el tipo de cambio. Existe la hipótesis de que dado que la oferta dólares por parte del mercado privado había disminuido, las compras del SPNB resultaron causantes de grandes variaciones en las negociaciones cambiarias. Esto se debe a que la necesidad de cambio de moneda resultaba ser bastante inelástica, en el sentido que cuando tenían una necesidad de cambiar un monto en específico no tenía flexibilidad en el momento del cambio. Es decir, una falla en la programación de divisas por parte del SPNB; si hoy existía la necesidad de obtener la moneda extranjera, hoy tenían que cambiar sus colones, aún si el tipo de cambio era mayor a lo negociado días anteriores. Esta *inelasticidad* provocaba que en días específicos la volatilidad fuera mayor debido a la urgencia del SPNB y a la poca flexibilidad temporal para cumplir su demanda de moneda extranjera. Ahora lo que hace el BCCR es aprovechar la estacionalidad del mercado para restituir reservas.

Otro de los factores técnicos, tiene que ver con la forma de negociación dentro del MONEX. En este mercado, las operaciones son calzadas, lo que significa que si hay un vendedor y un comprador que se “ponen de acuerdo” sobre un tipo de cambio específico, pueden calzar las posiciones aún si el nivel acordado es menor o mayor al promedio de lo negociado durante el día. Dando pie a una hipótesis de posibles especulaciones por parte de los participantes, sustentada en dos eventos. El primero es que durante los primeros meses del 2014 algunos participantes que empezaron como vendedores netos de divisas, terminaron como compradores netos, presionando el tipo de cambio hacia el alza. Y el segundo, es que una vez que el BCCR anuncia una intervención *inter día*¹⁴ en el tipo de cambio, su negociación promedio bajo alrededor de veinte colones en los dos días subsecuentes. Si las compras a niveles altos de tipo de cambio tenían fines especulativos, el primero que lograra vender sería el único que realizaría esas ganancias, por ello la disminución tan rápida y significativa en los valores promedio negociados.

Y por último, el BCCR se vio obligado a intervenir en el mercado interbancario de divisas pues de lo contrario el compromiso y logro de la meta inflacionaria se hubiese puesto en riesgo por el efecto traspaso mencionado en la sección anterior, basado en el supuesto de que el efecto traspaso tiene un efecto más rápido que la creación o contracción de dinero. Aunque esta medida por parte del BCCR no es un factor que presionó hacia el alza el tipo de cambio, si fue importante en suavizar su movimiento de negociación.

¹⁴ Este mecanismo es explicado en los próximos párrafos

Con el fin de no distorsionar la tendencia del mercado y evitar fluctuaciones violentas diarias en el tipo de cambio,¹⁵ el BCCR optó durante las primeras diez semanas del 2014 de mantener una intervención durante el día, *intra-día*. Como ellos lo comunican, estas intervenciones “tienen por objetivo atenuar fluctuaciones violentas dentro de un mismo día, sin modificar la tendencia del tipo de cambio”¹⁶

Sin embargo, la segunda semana de marzo del 2014 anunció un cambio importante, al habilitarse una forma de intervención *inter-día*. Debido a que al ser un sistema de calces, la intervención *intra día* no se hacía por debajo de lo que los otros participantes estaban ofreciendo, y por ello, no podía detener las posiciones hacia el alza que obedecieran a razones especulativas en vez de las razones de la economía real. Por tanto, iba a intervenir siempre y cuando las negociaciones se salieran del rango estipulado como de equilibrio de largo plazo por la institución.¹⁷ Este tipo de intervención es *inter-día*, es decir, se puede realizar durante varios días. Inmediatamente después de este anuncio, el tipo de cambio bajó de 565.52 (el 12 de marzo) a 540.79 (el 13 de marzo).

Este segundo tipo de intervención se guiará “por la volatilidad acumulada en varios días o semanas, y que signifique un desvío significativo del tipo de cambio en relación con su tendencia de mediano y largo plazo, esta última explicada por las variables que influyen en la determinación del tipo de cambio”¹⁸

Para llevar a cabo estos tipos de intervención la Junta Directiva del BCCR conformó Comité de Estabilidad Financiera, el cual está integrado por el Presidente, el Gerente y los directores de las División Económica y la División de Activos y Pasivos, cuyo propósito es establecer los parámetros que seguirá la administración para realizar intervenciones dentro de los parámetros de la banda.

A partir de ese momento, el tipo de cambio entró en un intervalo de negociación entre 540 y 560, dentro del que se mantuvo hasta finales de junio,¹⁹ cuando el BCCR tomó la decisión de sacar de las negociaciones del MONEX al SPNB. Esta medida implica que el SPNB va a satisfacer sus necesidades de moneda extranjera directamente con el BCCR y que esta entidad puede ir a MONEX a reabastecerse de acuerdo con su nivel deseado en moneda extranjera brindando una herramienta que sustituye las compras inflexibles temporalmente por parte del SPNB por compras programadas por parte del BCCR, disminuyendo ese factor que provocaba volatilidad en el mercado cambiario.

Es por ello, que durante el segundo semestre del 2014 se observa un intervalo de negociación menor y más estrecho, 535-545 colones por dólar. Intervalo que se ha

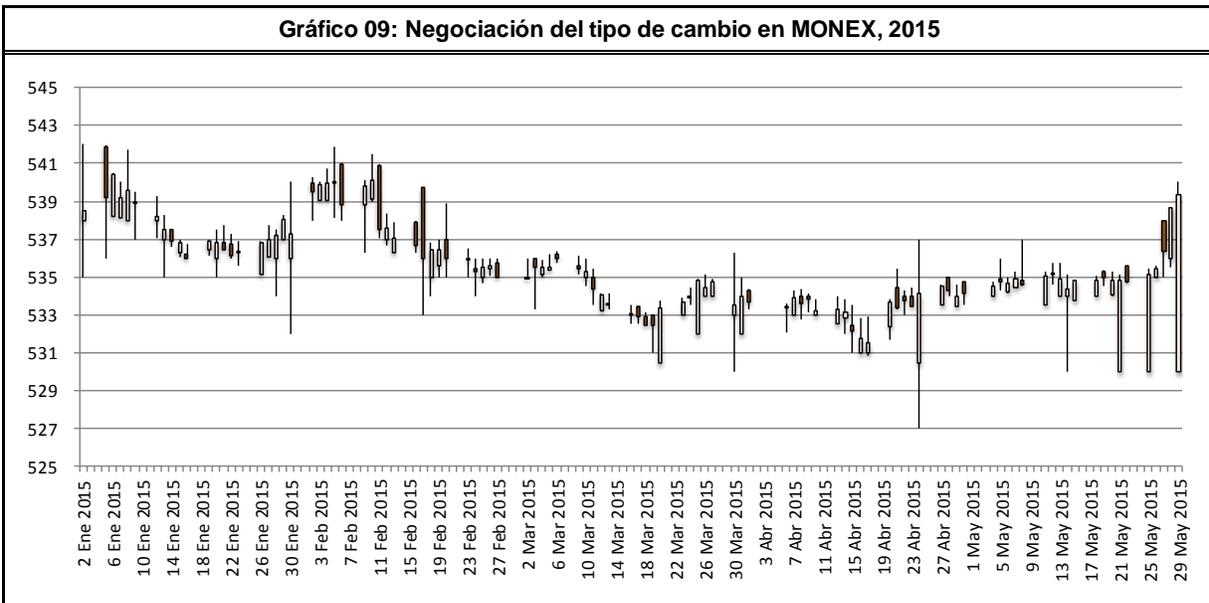
^{15,9} Comunicado de prensa del BCCR, La intervención cambiaria del Banco Central por fluctuaciones violentas del tipo de cambio, del 17 de febrero de 2014.

¹⁷ Comunicado de prensa del BCCR, El Banco Central amplía sus políticas de intervención cambiaria, del 12 de marzo de 2014.

¹⁸ Comunicado de prensa del BCCR, El Banco Central amplía sus políticas de intervención cambiaria, del 12 de marzo de 2014.

¹⁹ Específicamente fue el 26 de junio del 2014.

mantenido para los primeros cinco meses del 2015 como se puede apreciar en el siguiente gráfico.



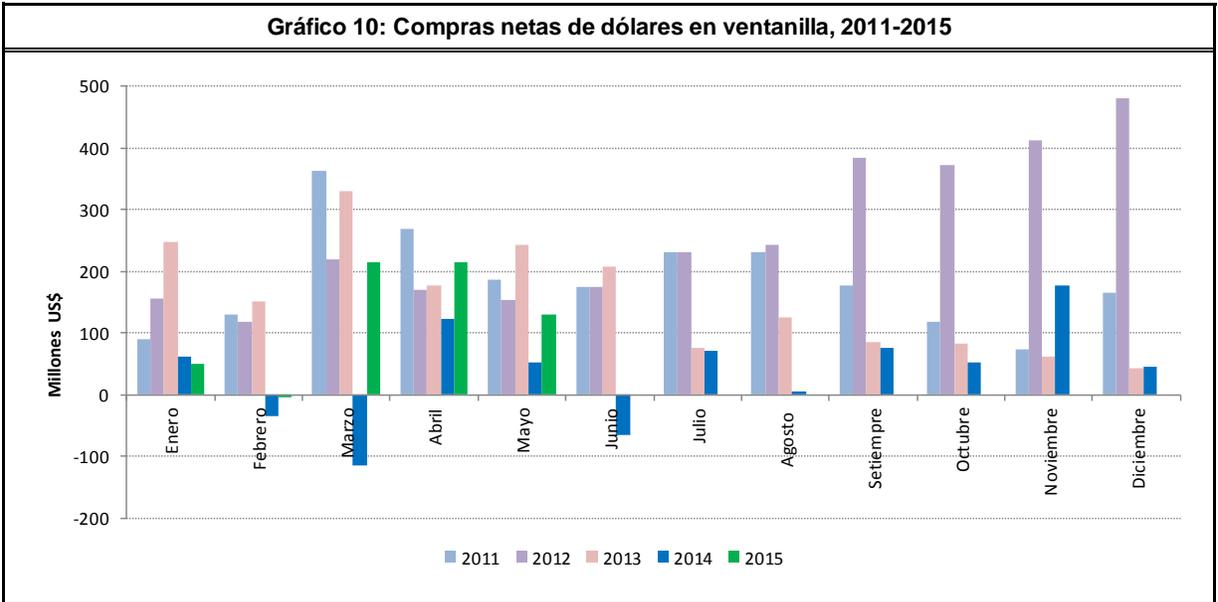
Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Costa Rica

Dado este comportamiento, hay analistas que opinan que Costa Rica ha tenido en el período junio 2014 – junio 2015, un tipo de cambio quasi fijo, que compromete el control inflacionario dentro del concepto de la Trinidad Imposible.²⁰

El Fondo Monetario, en las conclusiones de la misión de la consulta del artículo IV del 2014, menciona que la marcada depreciación (cercana al 7%) que tuvo el tipo de cambio durante el 2014 restableció la competitividad al corregir la apreciación del tipo de cambio real ocurrida durante años anteriores.

El gráfico 10, muestra las operaciones en ventanilla, específicamente, las compras netas (compras menos ventas) con el fin de entender el comportamiento de la demanda por la moneda extranjera. Se observa que este saldo fue menor durante el 2014 en comparación con años anteriores. De hecho, con excepción del mes de noviembre, los resultados fueron menores para todos los meses. En febrero, marzo y junio del 2014, las instituciones financieras por el contrario enfrentaron ventas netas de divisas. Esta modificación en la demanda de saldos monetarios expresada en una mayor preferencia por la moneda dólar, explica la presión observada en el tipo de cambio en dichos meses. Los aspectos mencionados, en su conjunto, facilitaron el despegue del tipo de cambio del límite inferior de la banda cambiaria a partir del 2014.

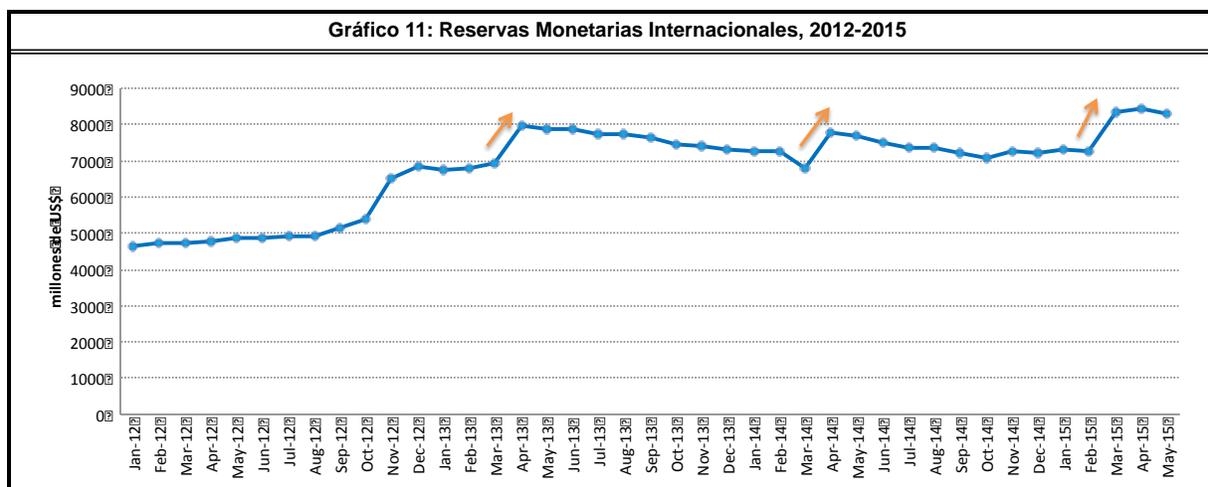
²⁰ No es posible, en un país abierto a los capitales, controlar inflación y tipo de cambio. Se explica con mayor detalle en el recuadro 01.



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

Sin embargo, hay otro aspecto significativo que puede influenciar al mercado cambiario y de manera muy puntual: el programa de endeudamiento aprobado por la Asamblea Legislativa por \$4,000 millones. Dada la poca profundidad del mercado cambiario costarricense en MONEX, es importante, destacar el rol que han jugado las emisiones de bonos de deuda externa por parte del Ministerio de Hacienda. Tanto la emisión de abril del 2014, así como la de marzo 2015, ambas con un vencimiento a 30 años y por un monto de \$1,000 millones. Esta disponibilidad de divisas fue parte importante de la oferta de dólares durante el 2014 y lo será para la segunda mitad del 2015.

En el gráfico 11 se puede ver el ingreso de estos fondos al sistema a través de los depósitos del Gobierno dentro de las Reservas Monetarias Internacionales. Se señalan los tres momentos en que ingresaron las divisas, en el 2013 por la emisión bde43, en el 2014 por el bde44 y en marzo del 2015 por el bde45. Dependiendo del nivel de la demanda, este ingreso por los bonos de deuda externa puede venir a crear un exceso de oferta en el segundo semestre del 2015, lo que presionaría el tipo de cambio hacia la baja.



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

Un mercado cambiario de flotación administrada

Desde el 1 de enero de 2014, la autoridad monetaria ha intervenido para evitar fluctuaciones violentas, en niveles dentro de la banda. Dado el aumento en la demanda de la moneda estadounidense, a principios del 2014, el BCCR intervino con un total de \$508.3 millones (cuadro 2).

Cuadro 2
Intervención del BCCR dentro de la banda-millones de dólares-

Fecha	MONEX	SPNB	Total
29/01/2014	1.0	3.9	4.9
24/02/2014	17.6	14.1	31.6
25/02/2014	32.5	-	32.5
26/02/2014	21.4	2.1	23.5
27/02/2014	16.5	-	16.5
03/03/2014	11.2	1.0	12.2
04/03/2014	19.9	-	19.9
05/03/2014	38.5	1.4	39.9
06/03/2014	33.8	-	33.8
07/03/2014	34.6	0.8	35.4
10/03/2014	35.7	6.1	41.8

11/03/2014	4.4	3.0	7.4
12/03/2014	-	8.9	8.9
20/03/2014	1.3	2.5	3.9
21/03/2014	7.6	15.0	22.6
02/04/2014	0.7	4.2	4.9
03/04/2014	0.2	-	0.2
22/04/2014	1.2	24.0	25.2
23/04/2014	-	16.5	16.5
30/04/2014	-	4.9	4.9
21/05/2014	5.8	5.0	10.8
22/05/2015	-	3.0	3.0
27/05/2015	0.1	6.5	6.6
28/05/2015	0.1	20.9	21.0
29/05/2015	7.9	4.1	12.0
30/05/2015	0.4	7.0	7.4
02/06/2015	1.7	3.0	4.7
03/06/2015	0.2	2.4	2.6
04/06/2015	-	7.2	7.2
05/06/2015	-	14.0	14.0
06/06/2015	-	3.7	3.7
09/06/2015	1.2	15.0	16.2
10/06/2015	-	12.8	12.8
Total	295.5	213.0	508.5

Fuente: BCCR

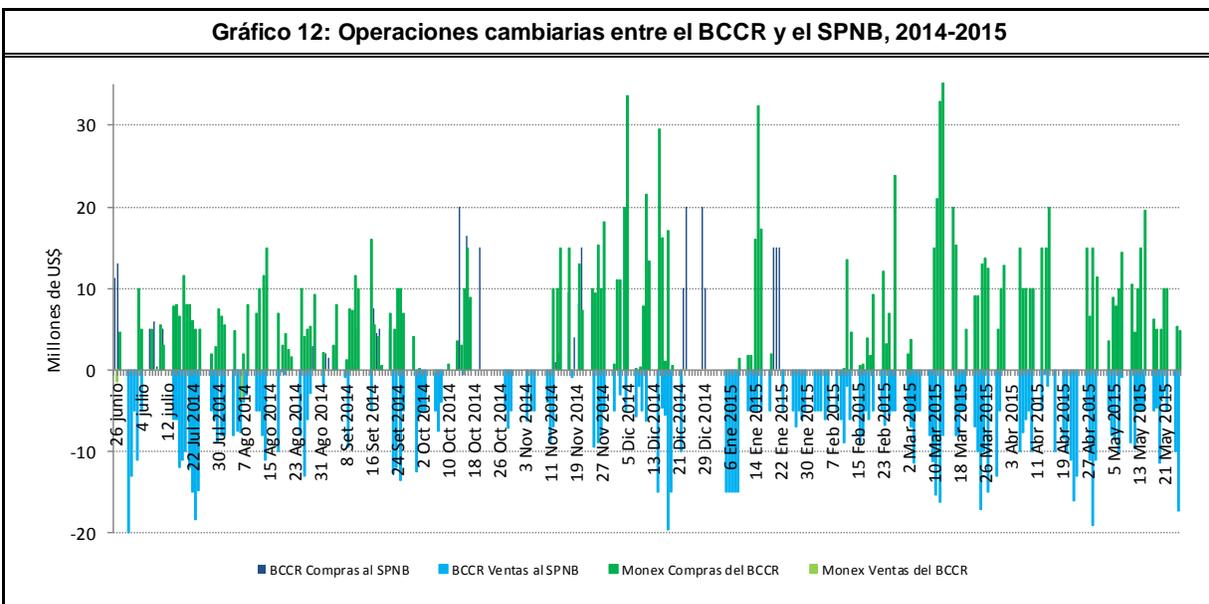
Como se adelantó en Castro (2013), cuando los países tratan de influir en sus tipos de cambio mediante la compra o venta de monedas, el régimen recibe el nombre de régimen de flotación administrada. Todo el 2014, entonces, se tuvo en Costa Rica un tipo de cambio en una flotación administrada *de facto*, ya que el BCCR intervino de manera activa en niveles dentro de la banda cambiaria. Como lo mencionó Castro (2013), el hecho de que el BCCR mantuviera dos modalidades de intervención (intra e inter día), se puede afirmar que durante el 2014 la autoridad monetaria se comportó como si el régimen fuera de flotación administrada. Fue hasta finales de enero del 2015, con la publicación del programa monetario 2015-2016 que el BCCR anuncia formalmente que se ha cambiado de régimen cambiario, de uno de banda cambiaria a uno de flotación administrada.

Dentro de un régimen de flotación administrada el Banco Central tiene la opción de intervenir dentro del mercado cambiario cuando lo considere apropiado sin previo anuncio o publicación de los niveles a los cuales lo haría.

De la experiencia durante el 2014, se deduce que el BCCR puede intervenir el mercado de MONEX por dos razones: una volatilidad excesiva o una desviación en la tendencia de mediano y largo plazo del tipo de cambio. Por tanto, el mercado determinará el valor del tipo de cambio y el BCCR intervendrá si alguna de las condiciones mencionadas se estuviera dando.

Como complemento de la tabla anterior y para ilustrar la intervención del BCCR dentro del mercado cambiario, el gráfico 12 muestra la intervención que ha hecho la entidad desde el 26 de junio del 2014, fecha en la que sacó al SPNB de las negociaciones en el MONEX.

Las líneas celestes hacia abajo indican lo que el SPNB ha comprado al BCCR, en este caso todos los dólares que le han comprado a la entidad. Mientras que las barras verdes, muestran los dólares que el BCCR ha comprado dentro de MONEX. Si se suman todas estas operaciones se tiene que el SPNB le ha comprado al BCCR aproximadamente \$1.3 billones,²¹ mientras que el BCCR ha comprado en MONEX \$1.4 billones desde que se decidió sacar al SPNB del MONEX, hasta finales de mayo. Es decir, la autoridad monetaria no ha desembolsado al SPNB más dólares de los que compra en el mercado. Del gráfico también se aprecia, una dinámica activa por parte de la entidad, al realizarse estas operaciones entre el BCCR y el SPNB con una alta periodicidad, buscando evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio.



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

Para el 2015, cabe resaltar el anuncio por parte del BCCR cuenta sobre su programa de fortalecimiento de reservas monetarias anunciado en el Programa 2015 – 2016. Este

²¹ Millones de millones

programa permite al Central comprar hasta \$800 millones y por tanto incrementar la demanda de moneda extranjera en un contexto de flotación administrada. El incremento de las reservas del BCCR puede ser una condición necesaria para el siguiente paso en términos de régimen cambiario, pasar de flotación administrada a flotación libre.

Recuadro 01: Implicaciones de un régimen de flotación administrada

Dentro de una economía abierta como la costarricense, el tipo de cambio resulta de suma importancia al determinar el costo relativo de los bienes y por tanto, de los flujos comerciales y financieros entre el país y sus socios comerciales. Entonces, el régimen cambiario viene a definir los niveles y volatilidades que pueda tener este macroprecio en el corto plazo, así como la autonomía y efectividad de las políticas económicas y la evolución del sistema financiero (Cubero (2005:172)).

Dentro de los diferentes regímenes cambiarios se puede optar por buscar menos volatilidad como en tipos de cambio fijos o una mayor autonomía para la autoridad monetaria con regímenes más flexibles. La escogencia va a depender de las características propias del país (instituciones, preferencias políticas, entre otras) así como el contexto internacional; ningún régimen es bueno para todos los países o es permanente.

Un tipo de cambio fijo, por ejemplo, puede generar para el Banco Central lo que se llama la *Trinidad Imposible*: la autoridad monetaria no puede mantener una política monetaria independiente si existe también, un alto grado de movilidad de capitales y un tipo de cambio fijo. Tiene que escoger dos de estas tres condiciones. Por ejemplo, si el objetivo del banco central es tener independencia en su política monetaria en un país abierto a la movilidad de capitales, va a tener que optar por un régimen cambiario más flexible. Para el caso de Costa Rica, las decisiones que ha venido tomando el BCCR en cuanto a pasar de un régimen cambiario de menor flexibilidad, como las minidevaluaciones a uno con mayor flexibilidad, como la flotación administrada, han ido alineados con su objetivo de lograr mayor control en la política monetaria dentro de una economía con mercado de capitales abierto.

Dentro de los ocho regímenes que define el Fondo Monetario Internacional (IMF por sus siglas en inglés) de menos a más flexible: régimen sin moneda legal independiente, caja de conversión, tipo de cambio fijo convencional, tipo de cambio deslizante o reptante (mini devaluaciones), tipo de cambio fijo con bandas horizontales, bandas deslizantes, flotación administrada y flotación independiente. Costa Rica pasó del número 6, banda cambiaria deslizante, al número 7, flotación administrada. Esta última se caracteriza por una definición del mercado en cuanto al nivel cambiario, pero en donde la autoridad monetaria interviene de manera directa o indirecta para influir en el nivel negociado y que se ubique de acuerdo con sus objetivos, sin que esto implique la existencia de una ruta predeterminada por la entidad. Dado que este es el régimen de Costa Rica se cree importante resaltar el margen de acción que permite al BCCR.

Las ventajas de la flotación cambiaria, aparte de librar la *Trinidad Imposible*, según Cubero (2005:188) se pueden definir de manera comparativa con respecto a las diferencias que se dan con respecto a regímenes menos flexibles o de manera intrínseca. El autor, menciona entonces ocho ventajas:

- i. **Da mayor autonomía a la política monetaria para controlar inflación.** Sucede porque la política monetaria deja de estar subordinada a la defensa del tipo de cambio, lo que permite mayor control sobre la inflación.
- ii. **Si existe rigidez en los precios, este régimen permite un ajuste más rápido y menos costoso en respuesta a choques reales negativos** (por ejemplo, caída en la demanda mundial, o subida de tasas de interés internacionales). Ante estos choques negativos con un tipo de cambio fijo, el ajuste debe darse a través de deflación, pero como los precios y salario son rígidos a la baja en el corto plazo, se canalizará a través de una recesión y desempleo. Con un régimen más flexible, el ajuste se puede dar por una expansión monetaria y depreciación nominal de la moneda.
- iii. **Si existen desequilibrios comerciales y desalineamientos del tipo de cambio real, estos pueden ser corregidos mediante ajustes automáticos en el tipo de cambio nominal.** La flotación permite un ajuste vía tipo de cambio cuando hayan desequilibrios en la balanza comercial o choques externos negativos.
- iv. **Por tanto, este tipo de régimen da una menor volatilidad al producto** en comparación con un régimen menos flexible.
- v. **También, estimula a los agentes económicos a que incorporen en sus expectativas y decisiones los costos potenciales por descalces cambiarios.** Si los agentes tienen una garantía implícita por parte de las autoridades de los niveles cambiarios, puede que sus decisiones los lleven a un endeudamiento en moneda extranjera y por tanto, a un sistema financiero a concentrar la cartera de activos en préstamos en divisas a personas no generadoras. Esta situación puede tener consecuencias graves ante una depreciación significativa. Como mencionan Larraín y Velasco (2001), entre mayor sea el compromiso oficial de mantener la paridad, mayor será el incentivo para que los agentes corran el riesgo de descalce cambiario. En un régimen más flexible, se espera que los agentes consideren este riesgo y adquieran formas de cubrirse del riesgo cambiario.
- vi. **Reduce la probabilidad de ataques especulativos, en comparación con regímenes intermedios o caja de conversión,** debido a que el cambio repentino (salida) de capitales extranjeros hacen difícil y costoso (aumento en tasas de interés y pérdida de reservas monetarias internacionales) defender el nivel definido del tipo de cambio, incrementando la posibilidad de una crisis cambiaria y financiera.
- vii. **El país retiene el señoreaje,** en comparación con la adopción de una moneda extranjera como propia.
- viii. **El banco central mantiene su rol como prestamista de última instancia,** en comparación con regímenes menos flexibles, con los que el banco tiene que limitar la creación de moneda nacional.

Dentro de estas ventajas mencionadas en el recuadro 01 y por lo analizado en la sección anterior, se esboza la necesidad de que los agentes en Costa Rica no perciban una garantía implícita por parte de la autoridad monetaria para cumplir ciertos niveles de tipo de cambio ya que esto desincentiva la incorporación del riesgo cambiario en la formación de sus expectativas.

El régimen de flotación administrada requiere cumplir ciertas condiciones para que se den.²² La primera es contar con un ancla nominal. Costa Rica desde el 2005 inició el proceso para optar por un sistema de metas inflacionarias (MI), que utiliza como ancla nominal el nivel de variación a mediano plazo del índice de precios al consumidor, sin embargo, el Banco Central, no ha hecho un anuncio explícito de su adopción. A pesar

²² Siguiendo a Cubero (2005:195-196)

de no existir esta formalización, de facto esta autoridad monetaria se ha comportado como si tuviéramos MI. De hecho, dentro de MI no se excluye cierto grado de intervención en el tipo de cambio, al existir el efecto traslado entre el nivel cambiario y el nivel de precios; como se evidenció durante el 2014.

Segundo, se necesita de un sistema financiero sólido, con bajos descalces cambiarios y un mercado que permita operaciones de derivados cambiarios. Para el caso costarricense, el sistema financiero, por regulación, es exigido que mantenga una cobertura cambiaria. A nivel de agentes económicos, a partir del año pasado se ha dado un cambio en el nivel de endeudamiento en moneda extranjera, primera señal de que puedan también estar incorporando la incertidumbre cambiaria dentro de sus decisiones.

Y tercero, se supone que el mercado cambiario debería contar con un alto grado de sofisticación, pero como menciona Cubero (2005:196) para esta condición existe una propiedad de endogeneidad: conforme exista un mayor riesgo cambiario (por la flexibilidad cambiaria), se va a dar una profundización gradual, menos descalces cambiarios y el desarrollo de instrumentos de cobertura. Entonces, se podría decir, que Costa Rica está sobre este proceso de profundización del mercado.

Ahora, ¿significa esto que a Costa Rica todavía le hace falta migrar de una flotación administrada a una flotación libre?

No necesariamente. La literatura en el tema es amplia y diversa. Como se mencionó, quienes abogan por una Trinidad Imposible estricta, sostienen que para mantener una política monetaria efectiva en un mundo en donde el capital fluye libremente, es necesario un régimen de flotación dura (dolarización, por ejemplo) o la flotación libre.

Frankel (2003), por el contrario, menciona que los tres objetivos se pueden cumplir al menos parcialmente. Para él, la movilidad de capital no es perfecta (como suponen los modelos teóricos), así que es posible combinar una política monetaria independiente con el tipo de cambio como ancla nominal, por ejemplo. Williamson (2000) es otro autor que mantiene que en países emergentes se debería optar por regímenes intermedios con cierto grado de flexibilidad.

Empíricamente y de acuerdo con el reporte del 2014 por parte del IMF sobre los regímenes cambiarios en el mundo, se ha visto un aumento en el número de países que utilizan regímenes administrados.²³ De la muestra de 191 países, el 43.5% de los países reportaron un régimen administrado, mientras que en el 2009, este porcentaje era de un 34.6%. En cambio, en el 2009 42% de los países reportaron un sistema de flotación (libre o administrada) en el 2009, mientras que para el 2014 fueron 34%. Los 25 países restantes tienen un tipo de cambio fijo y ligado al dólar de los Estados Unidos.

²³ Minidevaluaciones o banda horizontal, por ejemplo

Así es que la preferencia por un régimen cambiario va a depender de las condiciones propias del país, así como de los objetivos de las políticas públicas que definan. Según Cubero (2005:208-210), la elección del régimen cambiario va a depender del valor que asignen las autoridades a los siguientes objetivos:

- Estabilidad cambiaria: credibilidad mediante la fijación cambiaria versus la autonomía de la política monetaria dada por un régimen de flotación.
- Competitividad del tipo de cambio real: los regímenes de mayor flexibilidad pueden corregir desequilibrios más rápidamente que los de menos flexibilidad, que son más propensos a desalineamientos.
- La estabilidad del tipo de cambio real: los regímenes intermedios o de flotación administrada, que admiten intervenciones, pueden ser instrumento para limitar la volatilidad en el tipo de cambio real.

En el contexto costarricense tenemos un tipo de cambio de flotación administrada y un objetivo de metas inflacionarias, en donde son dos metas: a) la meta de inflación como meta de política y b) la meta de tasa de interés como instrumento o meta operativa.

De acuerdo con Castro (2013), la adopción del régimen de flotación administrada permite una mejor transición de un régimen de fijación de Meta de Inflación Intermedia (MII) hacia un régimen de Esquema Completo de Metas Explícitas de Inflación (ECMEI).²⁴ Dentro de este último esquema, el impacto antes un choque en la economía sería absorbido por el tipo de cambio y solamente de manera ocasional se tendría que intervenir²⁵ el mercado cambiario con el fin de suavizar el impacto sobre el tipo de cambio.

De acuerdo con el objetivo de esta ponencia de poder analizar el objetivo inflacionario del BCCR, en la siguiente sección se estudia el comportamiento de las tasas de interés, por un lado como el instrumento de política monetaria del BCCR, complementando la información sobre el Mercado de Liquidez de la primer sección y por otro, como el precio de transmisión al resto de sectores a través del sistema financiero.

Tasas de interés

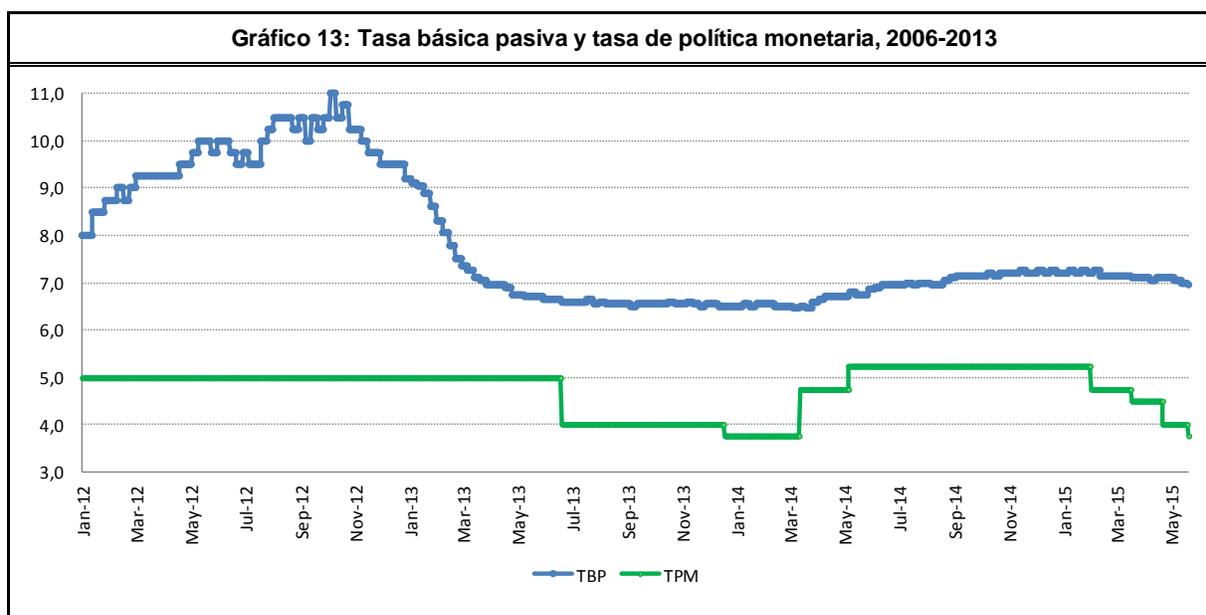
Las tasas de interés pueden analizarse de dos perspectivas distintas, la del inversionista y la del agente que solicita un préstamo. A pesar de que ambas están estrechamente relacionadas, no necesariamente se mueven simultáneamente. Es por ello, que se estudia primeramente la evolución de la tasa de interés para el inversionista a través de la tasa básica pasiva y las tasas de mercado primario y secundario, para después analizar lo que ha pasado con las tasas de los créditos al sector privado.

²⁴ Ver Castro (2012), página 27-28.

²⁵ Con el uso de los activos externos –divisas- en poder del Banco Central

Tras un año de tasas bajas, el 2014 inició con un aumento de tasas que se mantuvo durante el año a un paso lento provocado por varios factores como la expectativa inflacionaria,²⁶ la incertidumbre del nuevo equipo de gobierno, el movimiento cambiario y la llamada de atención por parte de las calificadoras de riesgo por el nivel del déficit fiscal, entre otros. A pesar de que el Gobierno Central contara con el financiamiento requerido por la colocación del bono con vencimiento en el 2044 en los mercados internacionales, la incertidumbre sobre las posibles soluciones fiscales provocó una preferencia por instrumentos líquidos y denominados en moneda extranjera provocando un aumento en las tasas de interés en moneda local.

El 2015, por el contrario, se ha caracterizado por una disminución en el nivel de tasas dado que no ha existido competencia entre el MH y el sistema financiero por los recursos como ocurrió durante el 2012 y las expectativas de inflación y devaluación son mucho menores. Según los resultados de abril 2015 de la encuesta de expectativas realizada por el BCCR, la inflación a 12 meses sería de un 5% (alineada con la meta inflacionaria) y la expectativa de devaluación de 12 meses es de 2.8%.



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

La Tasa Básica Pasiva (TBP),²⁷ inició el 2014 en un nivel de 6.50%, después de haber disminuido 2.7% durante el 2013. Concluyó el 2014 en niveles de 7.20% y para mayo del 2015 reportó un nivel de 6.90%.

²⁶ Basado en la ecuación de Fisher que define la tasa de interés real ex ante como la diferencia entre la tasa de interés nominal y la tasa de interés esperada en un plazo determinado.

²⁷ La TBP es un promedio ponderado de las tasas de interés brutas de captación a plazo en colones, de los distintos grupos de intermediarios financieros (bancos públicos, privados, mutuales y cooperativas), correspondientes a los plazos entre 150 y 210 días. Este promedio se redondea al veinteavo de punto porcentual más cercano.

La TBP juega un rol de suma importancia en el sistema financiero nacional (SFN), al reflejar el costo de captación por parte de las entidades financieras, al mismo tiempo que el costo de los pasivos de los agentes económicos al ser referencia de muchos de los créditos. Y también porque juega un rol significativo en la percepción de tasas de interés por parte de los agentes económicos que la tienen más presente que la TPM, por su aplicabilidad a instrumentos financieros y créditos.

Además, la TPM tiene un rezago importante en la influencia que puede tener al resto de tasas de interés de corto plazo del sistema financiero. Según el estudio de Barquero y Mora (2014), el efecto traspaso entre la TPM hacia las otras tasas del sistema financiero, determina que a pesar de que sí existe una influencia de la TPM hacia el resto del sistema, toma un tiempo en reflejarse. Dentro del régimen de banda cambiaria los autores establecen que la velocidad de ajuste ha estado entre los 5 y 11 meses.

Aparte de este rezago, existen otros factores característicos de nuestra economía que afectan el traspaso de la TPM:

- El nivel de dolarización de los depósitos del sistema financiero. La TPM afecta directamente a los colones; si la economía es muy dolarizada el porcentaje de efecto es menor.
- La concentración del sistema financiero. El grado de concentración define qué tan competitivo es el sector. Si es poco, su reacción es menor ante cambios de la TPM.
- Resultado primario del Gobierno Central. En un contexto deficitario, las decisiones de política tomadas por el Ministerio de Hacienda y el BCCR pueden ser contradictorias, interfiriendo el efecto traspaso de la TPM. Además, el nivel de déficit fiscal puede aumentar la prima por riesgo y por tanto, las tasas de interés del sistema.
- El déficit del Banco Central. Según el estudio, este es el factor que más afecta el traspaso de la TPM. Un resultado negativo en el balance del BCCR limitan la capacidad de una TPM clara y objetiva.

De manera empírica, observamos en el gráfico anterior (gráfico 13) cómo durante los primeros 5 meses del 2015 ha habido 4 disminuciones en la TPM, pasando de 5.25% a 3.75%, y la TBP se ha mantenido entre 7.20% y 6.90%.

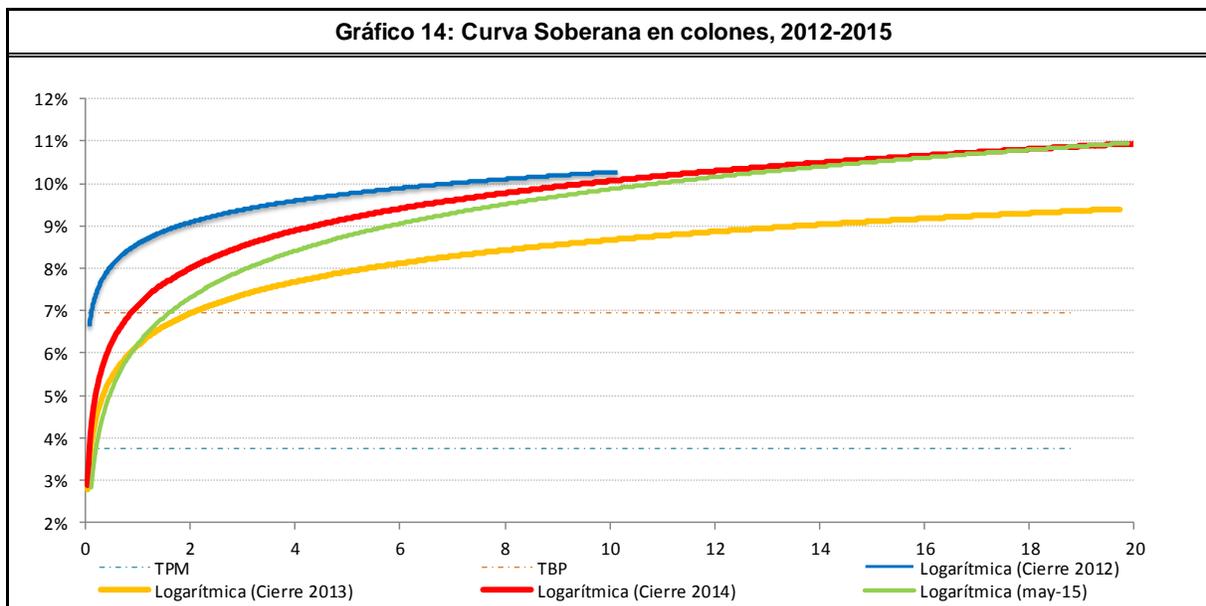
Las tasas de interés tienen un componente de inflación y un premio o tasa real por riesgo emisor, de plazo y moneda. La inflación para el 2014 tuvo un efecto por tipo de cambio que afectó las expectativas y el resultado de final de año. Por ello el ajuste en el nivel de tasas hacia el alza. Además, esta variación cambiaria incentivó a los agentes a invertir en instrumentos en moneda extranjera, disminuyendo la demanda por instrumentos en colones, lo que conlleva a un aumento de tasas. Ante menor demanda de los títulos en colones, estos bajan de precio y por tanto, suben de rendimiento.

Como tercer componente se puede mencionar sobre la parte real de la tasa de interés el riesgo emisor. Tanto Moody's como Fitch, llamaron la atención sobre la situación

fiscal costarricense al bajar la calificación y la perspectiva respectivamente durante el último trimestre del 2014. Tal aumento se ve reflejado a través de la curva soberana que representa la oferta de instrumentos de deuda pública emitidos por el BCCR y el MH reflejando la relación entre rendimiento y plazo; mantiene el principio de que a más plazo, mayor incertidumbre y por tanto es necesario mayores tasas de interés.

El gráfico 14 muestra una aproximación de la estructura temporal de tasas de interés que ofrece el BCCR y el MH en sus bonos de deuda interna. Se reflejan los rendimientos al cierre de cada año, de lo que se observa un paralelismo con el comportamiento de la TBP, en el sentido que de tasas altas en el 2012, siguieron tasas muchos menores para el 2013, se dio un aumento en el 2014 y en el 2015 lo que se ha observado es una disminución en los plazos iguales o menores a diez años.

Como se observó en el gráfico 13, la TBP tuvo una importante disminución durante el 2013. Este movimiento también se refleja dentro del mercado bursátil por el movimiento de la curva al cierre del 2012 con respecto a la curva al cierre del 2013. A su vez, durante el 2014 en donde la TBP aumentó de 6.5% a niveles del 7.25%, la curva soberana, experimentó un traslado al alza en todos los puntos/plazos de la misma.



Fuente: Elaboración propia con base en datos del vector de precios

En este movimiento de tasas del 2014, también influyó la expectativa de aumento de tasas internacionales, por el retiro del estímulo monetario de la FED al mercado estadounidense.

Del gráfico 14 también llama la atención, la reversión del movimiento de las tasas de interés durante el primer cuatrimestre del 2015. De la curva con fecha de mayo y del movimiento de la TBP, se puede notar el cambio en la preferencia de los inversionistas por los instrumentos en moneda local: los rendimientos han bajado producto de un

incremento en la demanda por estos instrumentos, especialmente por los que tienen un vencimiento menor a 10 años.

¿Cuáles factores estructurales han cambiado para generar esta nueva demanda por instrumentos en colones?

Es de interés entonces, hacer un análisis de las variables determinantes en el corto plazo para las causas de estos cambios. Se pueden mencionar seis factores que han influenciado el comportamiento hacia la baja en tasas de interés: los bajos niveles de inflación (bajo la ecuación de Fisher), la estabilidad cambiaria, la colocación del bono de deuda externa con vencimiento en el 2045, la estrategia de colocación del MH, el lento crecimiento del crédito han influenciado y un retraso en el aumento de la tasa de referencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos, FED.

Con referencia al primero de ellos, la variación del IPC cerró el mes de abril del 2015 en 1.81% interanual y las expectativas apuestan a que el BCCR sí cumplirá su meta inflacionaria del año (4% +/- 1 p.p.). El resultado de la encuesta de expectativas realizada por el BCCR del mes de mayo del 2015, menciona que el promedio de variación esperado para los próximos doce meses es de 4.7%, así como que para el 2016 no se prevén presiones internacionales en el nivel de precios.

Con respecto al tipo de cambio, el segundo de los factores, el rango dentro del que se han movido sus negociaciones se ha estrechado desde mediados del 2014, pasando de variaciones entre 500 y 570 (primer trimestre 2014), a ser de 20 colones aproximadamente, entre 540-560 durante el segundo trimestre, hasta un rango de 10 colones, entre 535-545 colones por dólar para el tercer y cuarto trimestre del 2014, así como para los primeros 5 meses del 2015. Estos movimientos pueden observarse claramente en el gráfico 08.²⁸

Esta disminución en el rango de variación entre las negociaciones, ha implicado una disminución importante en el promedio de las expectativas sobre la variación del tipo de cambio a 12 meses, pasando de 5.6% en febrero del 2014 a niveles de 2.5% para mayo del 2015, debido a la poca variación observada desde julio del 2014. Esta poca volatilidad en el tipo de cambio, también incentiva a hacer operaciones pasando de dólares a colones para comprar un instrumento en colones, con la hipótesis de que el tipo de cambio no va a variar más que el diferencial de tasas entre colones y dólares. Aunado a que se ha pospuesto el aumento de tasas por parte de la FED quitando presión al alza a las tasas de interés en dólares alrededor del mundo.

El tercer factor se refiere a la colocación que hizo el MH de un bono de deuda externa por \$1,000 millones en el exterior con un vencimiento al 2045 (bde45), en el mes de marzo del 2015. A pesar de que algunos medios de comunicación expresaron que los mercados internacionales le pasaron la factura a Costa Rica por su alto déficit fiscal a través de la tasa de interés demandada, el resultado de la colocación estuvo acorde

²⁸ Para una explicación de las causas de este estrechamiento en el rango de negociación cambiaria, favor referirse a las páginas 12 y 13 de este documento.

con las tasas de interés negociadas en el mercado secundario de los otros dos títulos cercanos en vencimiento, el del 2043 (bde43) y el del 2044 (bde44) que ya se habían ajustado en rendimiento, al mercado incorporar las expectativas sobre el riesgo emisor. La prima por un año más al vencimiento ha sido en promedio 0.20%, considerando que el bde44 se negoció durante los primeros tres meses entre 6.9 y 7.20%, una colocación del bde45 al 7.15% no se salió de lo esperado al ya haber estado descontado por el mercado estas expectativas de mayor riesgo.

El MH no ha tenido la necesidad de utilizar los fondos de esta última emisión²⁹ hasta la fecha y en cambio, ha podido captar en mercado secundario aproximadamente 900,000 millones de colones con una estrategia de ofrecer instrumentos con plazos más largos y con menores tasas dada la coyuntura en inflación, tipo de cambio y tasas de interés internacionales. Este cuarto factor, es reflejado en el siguiente cuadro, en donde se muestra la colocación hecha por el MH de dos títulos de propiedad³⁰ (tp) mediante las subastas del año 2015.

Como se observa para cada subasta el rendimiento ofrecido es menor, un título con vencimiento en el 2017 (G220317) ha bajado 0.75% en rendimiento, pasando de una asignación al 8% en la primer subasta de enero, a negociarse en niveles del 7.05%. Esta baja en el rendimiento además se ha continuado debido a que el MH tiene dos meses de no ofrecer el título en subasta aún cuando tiene buena demanda, debido a su estrategia de alargar plazos de colocación y con ello no tener presiones de vencimientos de principal focalizados en el corto plazo.

Fecha de Subasta	Serie	Rendimiento asignado	Rendimiento de referencia	Rendimiento vector, junio 01 2015
18/05/2015	G200324	9.60	9.60	9.57
27/04/2015	G200324	9.95	9.95	
18/03/2015	G270319	9.15	9.15	8.25
16/03/2015	G200324	10.25	10.25	
09/03/2015	G220317	7.75	7.75	7.04
02/03/2015	G200324	10.25	10.25	
16/02/2015	G220317	7.80	7.80	
02/02/2015	G220317	7.90	7.90	
26/01/2015	G200324	10.20	10.20	
22/01/2015	G220317	8.00	8.00	
19/01/2015	G270319	9.15	9.15	

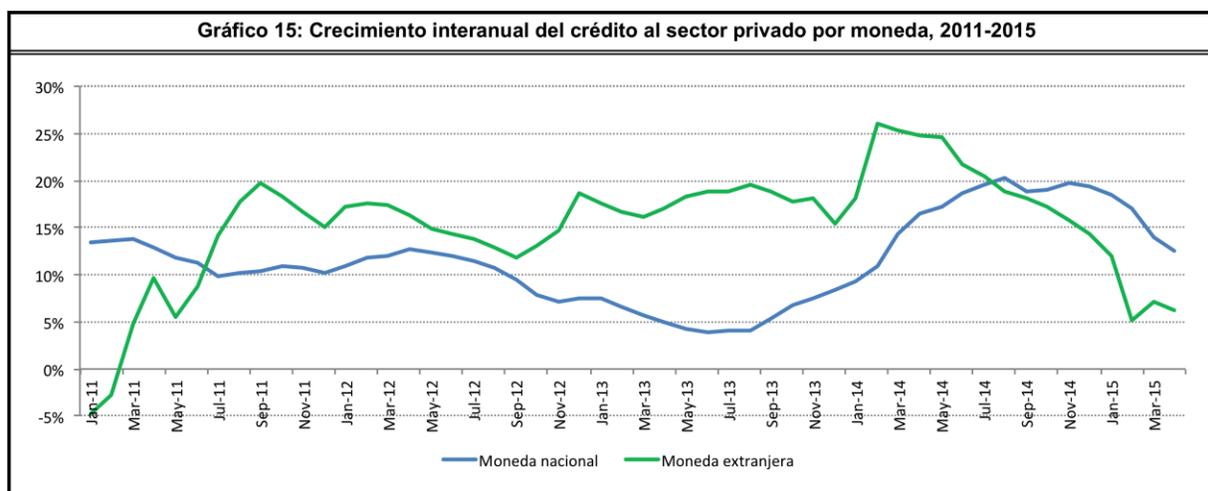
²⁹ Sí ha utilizado los fondos de emisiones anteriores como los \$1,000 millones del bde44.

³⁰ Instrumentos de deuda emitidos por el Ministerio de Hacienda.

Con un título de más largo plazo, el G200324, con vencimiento en el 2024, el MH lo subastó a finales de enero con un rendimiento de 10.20%, mientras que en la subasta del 18 de mayo lo ofreció al 9.60%, bajando en rendimiento aproximadamente 0.6%.

Sin embargo, en un análisis de mediano plazo o de más de un año, el riesgo emisor no ha disminuido; por el contrario la perspectiva de una mejora a nivel de déficit fiscal ha bajado. El déficit fiscal se encuentra en niveles por encima del 5.7% del PIB y sin ninguna medida clara de cómo se reducirá, ni por el lado de los gastos, ni por los ingresos. Si esto no mejora, provocaría demanda de mayores tasas (existe un mayor riesgo) para el próximo año presionando las colocaciones en el mercado secundario hacia el alza en rendimientos.

Se mencionó como quinto factor, el crecimiento del crédito al sector privado. Del gráfico 15 se observa cómo en el 2014, la volatilidad cambiaria vivida durante el primer trimestre, provocó que parte de la demanda de créditos en moneda extranjera disminuyera y se trasladara como parte de la demanda de créditos en moneda nacional, especialmente por aquellos agentes generadores de moneda nacional (por ejemplo, los que reciben su salario en colones). También se observa como desde la segunda mitad del 2014, la tendencia de las tasas de crecimiento, en ambas monedas, ha sido hacia la baja. Esto implica que a nivel de sector financiero existe una menor necesidad de captación de recursos y por tanto, menor competencia para el Ministerio de Hacienda.



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

Por otro lado, el sexto factor, refleja que por el hecho de que durante la primera mitad del 2015 no se haya dado un aumento en la tasa de política monetaria de los Estados Unidos, las tasas de interés en dólares de los títulos emitidos por el MH no han tenido que ajustarse al alza. Esto no significa que esta tasa de política se va a mantener por mucho tiempo más en el nivel entre 0-0.25%. Como lo ha dicho la presidenta de la FED,

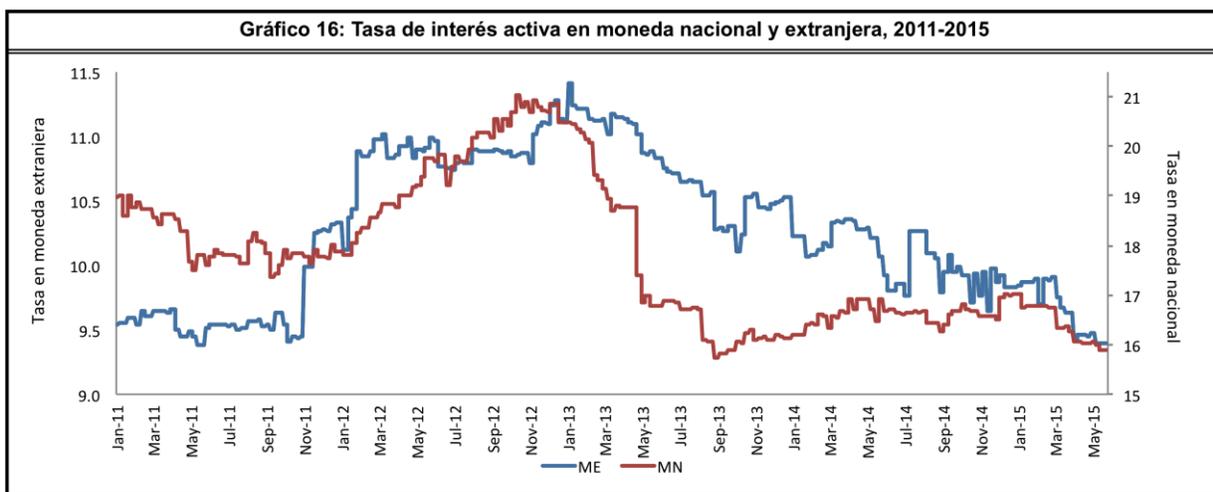
Janet Yellen, apenas las condiciones económicas de EE.UU. lo permitan se iniciará un aumento paulatino en esta tasa de referencia.

A estos factores, se podría agregar un sétimo determinante que es la posibilidad de una baja en la calificación, por Fitch o Standard and Poor's, al riesgo país de Costa Rica para el tercer trimestre del 2016, si las calificadoras consideran que existe una dificultad para la aprobación de soluciones al déficit fiscal, si se está restringiendo el financiamiento para el país o si se debilita el ambiente de negocios.

Por tanto, se esperaría que el próximo año, 2016, haya una demanda por un premio mayor para compensar el incremento en este riesgo ante el escenario de aumento de las tasas de interés a nivel internacional y el deterioro de las finanzas públicas costarricenses.

Como se mencionó al inicio de esta sección, el análisis de tasas de interés también debe hacerse desde la perspectiva de los agentes que piden un préstamo dentro del sistema financiero. Para ello, se observa el comportamiento de la tasa de interés activa promedio del Sistema Financiero Nacional (SFN) que refleja el costo promedio de pedir un préstamo dentro del sistema financiero³¹ costarricense. Mientras que para principios del 2013 esta tasa fue de 20.48%, inició el 2014 en un nivel de 16.18%, y el 2015 en 17%. Su rango de variación durante el 2014 fue relativamente estrecho, al tener un punto máximo de 16.94% y uno mínimo de 16.27%

El comportamiento durante los primeros cinco meses del 2015, muestra la misma tendencia hacia la baja observada en la TBP, en donde la TBP ha pasado de 7.20% a 6.90% y la tasa promedio activa ha disminuido de 17% a 15.88% Tomando la información del gráfico 16 con un poco más de historia que después de una caída significativa en los niveles de esta tasa, existe un rango entre 15.5% y 17% que se ha mantenido desde el primer trimestre del 2013 hasta la actualidad.



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

³¹ A parte de las instituciones bancarias, incluye cooperativas, mutuales y financieras

También, a partir del primer trimestre del 2013, la tasa de interés activa promedio del SFN en moneda extranjera, ha mostrado un cambio en la tendencia, observándose una tendencia marcada hacia la baja, pasando de niveles cercanos al 11.5% a estar por debajo de 9.5% durante el segundo trimestre del 2015.

Esta tasa inició el 2014 en 10.22% y terminó el año en un nivel de 9.80% promedio, sin embargo, registró niveles por debajo del nivel de este cierre al ser 9.65% en la primera mitad de noviembre. El nivel más bajo registrado en los últimos diez años es de 9.38%, registrado a inicios del 2005, por lo que prácticamente los niveles actuales están en mínimos.

Como consecuencia de estos movimientos en la tasa activa promedio en moneda nacional y moneda extranjera, resulta interesante del gráfico 15 observar cómo se ha disminuido la diferencia entre ambas. Al mantenerse un rango promedio en la tasa en colones y una tendencia marcada hacia la baja en la tasa en dólares, el margen se estrecha. Esto puede ser uno de los factores que incentive la preferencia de los agentes por créditos en dólares en vez de colones y por tanto, uno de los riesgos que se deberían cubrir ante variaciones del tipo de cambio.

Política monetaria y cambiaria: ante un nuevo escenario global

Los países europeos han tenido una muy lenta recuperación económica, la cual no podría decirse ha sido sólida. Tanto así que los comentarios de analistas internacionales son muy conservadores en términos de crecimiento cuando a esta región se refieren y mencionan importantes riesgos por una probable deflación. Por el contrario, para Estados Unidos las perspectivas son mucho mejores; aún con señales mixtas en los resultados de crecimiento, la tendencia parece clara hacia un crecimiento por encima de 2% para el 2015. Su tasa de desempleo llegó a los niveles más bajos desde junio del 2008 y su moneda se espera siga apreciándose por un incremento en la demanda de la misma.

Sin embargo, se ha dado a inicios del 2015 lo que pareciera una contradicción en los mercados de deuda. Ya que los rendimientos de los bonos a diez años de España, Francia o Italia han tenido una tendencia hacia la baja, mientras que los de Estados Unidos se han mantenido con rendimientos por encima. Y, si partimos de la realidad que las tasas de interés reflejan el riesgo del emisor y por ello, entre más riesgoso se considere, mayor tasa debe ofrecer, no pareciera hacer mucho sentido lo que refleja el mercado de deuda internacional.

Entonces, ¿qué ha hecho que los mercados no respondan de la manera intuitiva a estas condiciones? en un mercado tan profundo como el financiero, las instituciones gubernamentales como bancos centrales han tomado un rol determinante. Previo a la crisis estas instituciones no intervenían de manera directa más que a través de subastas de mercado primario como fuente de financiamiento. Sin embargo, los programas de estímulo o Quantitative Easing (QE) se convirtieron en una nueva

herramienta de política posterior a la crisis del 2008 y esto ha variado la interacción del mercado.

Estos programas involucran al banco central dentro del mercado de deuda como uno más de los participantes, en donde demandan una cantidad específica de papel. Esto genera que a pesar de que otros demandantes se salgan del mercado, los precios no caigan (equivalente a un aumento en tasas) abruptamente al ser “reemplazados” por el banco central.

En el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal empezó su QE en julio del 2009 y desde ese momento hasta octubre del año 2014 intervino en el mercado con la compra de bonos. Al ser un demandante tan importante dentro del mercado pudo mantener los niveles de tasas de interés dentro del rango que consideraron apropiado. Esta compra finalizó de forma paulatina en donde la Reserva Federal compró cada vez menos bonos, hasta que en noviembre del año 2014 no compró y dio fin a su programa de estímulo.

La situación en Europa en términos de crecimiento se ha debilitado y ante una expectativa de muy bajo crecimiento y una amenaza de deflación, el Banco Central Europeo (BCE), implementó un programa de estímulo *formal* similar al estadounidense a finales de enero del 2015.

Una posible explicación a la contradicción observada, es que si los compradores de deuda soberana tienen la expectativa de que va a haber un “comprador de última instancia” como lo sería el BCE, se da la oportunidad de un arbitraje: comprar a un precio hoy, con la expectativa de que ese precio aumente en el futuro (por el aumento de la demanda gracias a las compras del BCE) y poder vender a ese precio más alto al comprador de última instancia, el BCE.

Pero el punto más significativo, es el rol que tienen ahora estos Bancos Centrales y las consecuencias que generan para los mercados emergentes como el costarricense. El retiro del estímulo por parte de la FED generó una depreciación general en las monedas en países emergentes con mercados financieros profundos como México, Chile y Colombia. Principalmente por una migración de los inversionistas de instrumentos emergentes hacia instrumentos de menor riesgo del emisor. Es decir, ante la expectativa de un aumento de tasa de interés en bonos considerados menos riesgosos, parte del mercado ha preferido salir de sus posiciones de bonos en economías emergentes y comprar bonos con mejor calificación de riesgo. Lo que ha implicado un aumento en la demanda por moneda extranjera, específicamente el dólar, y por ello, una depreciación de estas monedas de emergentes.

A pesar de esta presión sobre las monedas emergentes, Costa Rica pareciera ser la excepción al estar en un régimen de flotación administrada; la autoridad monetaria ha cumplido con su objetivo de evitar altas volatilidad a través de su intervención en el mercado cambiario privado. Además, los términos de intercambio han mejorado y para el segundo semestre va a estar dentro del mercado la porción de dólares que el MH decida cambiar de los captados en el mercado internacional.

Ante este contexto internacional, existen importantes riesgos para la economía costarricense, como menciona Castro (2013): el riesgo de liquidez (restricción al financiamiento internacional, aumento de tasas y riesgo de renovación de los créditos actuales), riesgo de aumento de tasas en moneda extranjera, riesgo de exposición cambiaria y el riesgo de mora o impago.

Estos no son los únicos riesgos que presentan las finanzas de esta economía, como se ha señalado en informes anteriores del Estado de la Nación y con base en Castro (2011, 2012 y 2013) se pueden numerar de la siguiente manera,

- Restricción de una economía bimonetaria: a pesar de que el nivel de crédito al sector privado en moneda extranjera ha disminuido, se mantiene en niveles significativos y en el escenario en que los agentes no consideran el riesgo cambiario, puede revertirse la tendencia de esta disminución.
- Flujos de capital de corto plazo: el spread entre las tasas de deuda interna en moneda extranjera con respecto a las tasas internacionales se ha reducido, por lo que en el momento en que aumenten las tasas de afuera, puede haber una migración de capitales, que implicaría presiones sobre el mercado cambiario.
- Incertidumbre internacional: a pesar de que el QE de Estados Unidos ya terminó, el BCE apenas tiene cuatro meses de haberlo implementado, por lo que las consecuencias sobre la Unión Europea no se han terminado de definir. Además, las señales mixtas de la economía estadounidense han retrasado el aumento en las tasas, introduciendo incertidumbre sobre la posible fecha para que se tome la decisión por parte de la FED.
- Situación fiscal del gobierno: el déficit ha sido persistente y la forma de financiarlo ha sido a través de deuda pública. En el momento en que las calificadoras de riesgo se pronuncien de manera negativa al respecto va a implicar un aumento de tasas que tendría efectos sobre la economía real.
- Una inadecuada intervención en el mercado cambiario: si hay un exceso de intervención y la senda de negociación se vuelve “predecible” para el mercado, los agentes económicos no incluirán en sus expectativas y decisiones los riesgos cambiarios, aumentando la vulnerabilidad del sistema a aumentos significativos en este macroprecio.
- Proceso de revisión del nivel de expectativas de los agentes económicos: el traspaso entre tipo de cambio e inflación es importante, por lo que si la variable cambiaria tiene variaciones significativas, el BCCR tendrá que tomar medidas para contener la inflación.

Conclusiones

La inflación y sus expectativas del año 2014 se vieron afectadas por las condiciones cambiarias que se enfrentaron durante el primer trimestre. Se observó un BCCR que intervino el mercado cambiario y mediante su política monetaria logró que el nivel de cierre inflacionario fuera de 5.13%, poco por encima del límite superior de su meta inflacionaria.

En cambio, durante el 2015, la inflación pareciera ser la variable de menor preocupación al estar por debajo del límite inferior de la meta y dentro de un contexto internacional de pocas presiones. Así como en una situación interna, de poco crecimiento del crédito y por ende, sin presiones de agregados monetarios. Sin embargo, es importante discernir entre la inflación como macroprecio y la aproximación que se hace a través del IPC. Las variaciones de los bienes transables se espera sean conyunturales por lo que a la hora de evaluar el cumplimiento de la meta inflacionaria por el BCCR se debe contemplar el nivel de variación del ISI.

Dentro del análisis monetario del 2014 y primeros meses del 2015, quedan importantes interrogantes sobre las decisiones que han tomado las autoridades como el BCCR y el MH que se pretende dejar planteadas para una futura discusión.

¿Porqué el BCCR no define sus metas inflacionarias con base en el ISI u otros indicadores de inflación subyacente, si son éstos los que utiliza para definir su política monetaria? Además, ¿porqué no ha adoptado de manera explícita el objetivo de metas inflacionarias a pesar de mencionarlo en sus programas macroeconómicos?

El tipo de cambio, experimentó importantes volatilidades a principios del 2014, ha protagonizado importantes intervenciones por parte del BCCR y además, han modificado el marco de negociación sacando las negociaciones del SPNB, por ejemplo. Y desde junio del 2014, el promedio ponderado de de MONEX ha seguido una senda de negociación de facto entre 535-545 por prácticamente un año.

Importante el cambio de régimen a uno de flotación administrada, en donde es fundamental la cobertura cambiaria. Sin embargo, por la poca volatilidad experimentada pareciera que la cobertura es un concepto que se ha incorporado a nivel institucional pero que no ha permeado hacia los agentes económicos. Es decir, la poca volatilidad no ha permitido que los agentes interioricen el riesgo cambiario y por tanto, no sientan la necesidad de protegerse de él con instrumentos de cobertura. Además, queda la incógnita de ¿porqué el BCCR habrá definido un régimen cambiario que no está dentro de la clasificación estandarizada a nivel internacional por parte del FMI?

Tras un año de tasas bajas, el 2014 inició con un aumento de tasas que se dio a un paso lento, de manera paulatina y durante todo el año. Entre otros factores, parte de las causas de este incremento en las tasas se debió a la preferencia de los agentes por

instrumentos líquidos denominados en moneda extranjera fundamentados sobre sus expectativas de inflación y devaluación.

Para el 2015, haciendo un análisis de corto plazo, los bajos niveles de inflación, la estabilidad cambiaria, la colocación del bono de deuda externa con vencimiento en el 2045, el lento crecimiento del crédito, la estrategia de colocación del MH y un retraso en el aumento de la tasa de referencia de la FED, han provocado esta disminución de tasas. Sin embargo, en un análisis de mediano plazo o de más de un año, el riesgo emisor no ha disminuido; por el contrario la perspectiva de una mejora a nivel de déficit fiscal ha bajado. El déficit fiscal se encuentra en niveles por encima del 5.7% del PIB y sin ninguna medida clara de cómo se reducirá, ni por el lado de los gastos, ni por los ingresos.

En el contexto actual y como se ha dicho, todos los caminos llevan al problema fiscal. Si para el próximo año, la situación del déficit fiscal no se puede contener, se esperaría una presión hacia el alza en tasas de interés, lo que haría el costo de la deuda mayor con respecto al PIB y empeoraría la inercia de crecimiento de este déficit.

A propósito de esta inercia, es importante mencionar el plan B que se ha manifestado por parte de las autoridades del MH: emisiones de GDNs, global deposit notes. Este instrumento es un vehículo que está siendo estudiado por el ministerio que permitiría que la deuda interna sea adquirida por inversionistas extranjeros sin la necesidad de ser aprobado por la Asamblea Legislativa. Es preocupante pensar que parte de la solución al problema fiscal cumpla con el objetivo opuesto, empeorarlo.

Bibliografía

Banco Central de Costa Rica, División Económica. Marzo 2014. Informe de Inflación Abril 2014. San José, Costa Rica.

Banco Central de Costa Rica. Enero 2013. Programa Macroeconómico 2013-14. San José, Costa Rica.

Banco Central de Costa Rica (2014). Programa Macroeconómico 2014-15. San José, Costa Rica.

Banco Central de Costa Rica (2015). Programa Macroeconómico 2015-16. San José, Costa Rica.

Banco Central de Costa Rica (2013). Comentario sobre la economía nacional No. 1-2013, San José, Costa Rica.

Barquero, J. y Mora, D. (2014) El efecto traspaso de la tasa de interés de los instrumentos del Banco Central en Costa Rica hacia las tasas de interés del sistema financiero. Documento de Investigación, DI-01-2014.

Castro, I. Principales resultados y limitaciones de la política monetaria y cambiaria en el 2011. Ponencia preparada para el Decimooctavo Informe Estado de la Nación 2011. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica, 2012.

Castro, I. Principales resultados y limitaciones de la política monetaria y cambiaria en el 2012. Ponencia preparada para el Decimonoveno Informe Estado de la Nación 2012. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica, 2013.

Castro, I. Principales resultados y limitaciones de la política monetaria y cambiaria en el 2013. Ponencia preparada para el Vigésimo Informe Estado de la Nación 2013. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica, 2014.

Fondo Monetario Internacional, (2005). Exchange rate arrangements and monetary policy frameworks, Washington, DC, Estados Unidos.

Fondo Monetario Internacional (2013). Perspectivas de la economía mundial, Washington, DC, Estados Unidos.

Fondo Monetario Internacional (2014). Costa Rica: Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI, Washington, DC, Estados Unidos.

Larraín, F. y Velasco, A. (2001). Exchange rate policy in emerging market economies: the case of floating". En: Essays in International Economics, No.224. Princeton University Press.