



VIGÉSIMO INFORME ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO HUMANO SOSTENIBLE (2013)

Informe Final

Sector Monetario

Investigador:

Isaac Castro



Nota: Las cifras de las ponencias pueden no coincidir con las consignadas por el Vigésimo Informe Estado de la Nación en el tema respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Contenido

Resumen ejecutivo	3
1. Comportamiento de la inflación, tipo de cambio y tasas de intereses locales....	4
<i>Inflación</i>	4
Determinantes para el logro de una baja inflación	6
<i>Tipo de cambio</i>	11
Un mercado cambiario hacia la flotación administrada	15
Implicaciones para la economía costarricense	17
<i>Tasas de interés</i>	19
Los factores que explican el descenso de las tasas de interés	22
2. Evolución del saldo de deuda externa total y crédito al sector privado	24
3. Política monetaria y cambiaria: ante un nuevo escenario global	26
4. Riesgos que enfrenta el BCCR para mantener la estabilidad monetaria y financiera.....	30
<i>Riesgos de la política monetaria en el contexto actual</i>	31
5. Conclusiones.....	32
Referencias bibliográficas	33
Anexos.....	35
Notas	38

Resumen ejecutivo

El objetivo general de esta ponencia es analizar los logros y limitaciones de la política monetaria y cambiaria que se aplica actualmente en Costa Rica. El 2013 se caracterizó por observar un cumplimiento del objetivo inflacionario, así como una relativa estabilidad del tipo de cambio, solamente interrumpida por el alza experimentada en el tipo de cambio en el primer trimestre del 2014. El logro por cuarto año consecutivo de un nivel bajo de inflación, a pesar de los excesos de liquidez registrados en el 2013, ponen de manifiesto el adecuado manejo por parte de la autoridad monetaria para hacer creíble su política monetaria, consecuencia de un mejor control de la oferta monetaria, aunado a la no existencia de presiones de demanda, la estabilidad del tipo de cambio (poca volatilidad) y una reducción de las expectativas de inflación. En este contexto, se observa una modificación en el tipo de política monetaria de los países desarrollados, que puede presionar el mercado de cambios privado, así como la estabilidad financiera de Costa Rica. Ante este panorama la autoridad monetaria enfrenta riesgos que le pueden dificultar el logro de mantener uno de los objetivos subsidiarios como lo es la estabilidad financiera, y por ende, afectar al otro objetivo subsidiario, el crecimiento. Ante este panorama, la autoridad monetaria deberá evitar que presiones en el mercado cambiario se traduzcan en disrupciones en la estabilidad financiera.

Descriptorios

Inflación, tasa de interés, tipo de cambio, meta de inflación, política monetaria, política cambiaria, régimen cambiario, flotación administrada, relajamiento cuantitativo.

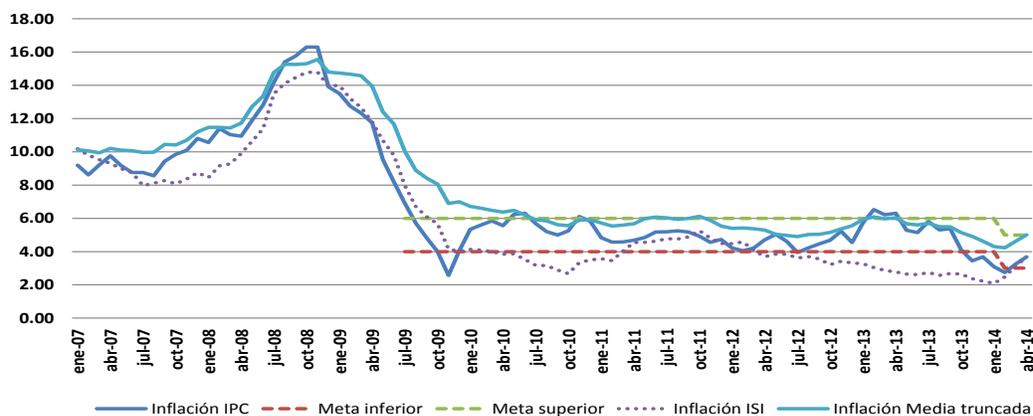
1. Comportamiento de la inflación, tipo de cambio y tasas de intereses locales

En la mayor parte del 2013, la inflación se mantuvo dentro del rango de objetivo inflacionario establecido por el Banco Central de Costa Rica (BCCR), el tipo de cambio muy cerca del límite inferior de la banda y la tasa de interés mostró un comportamiento descendente durante todo el año. Durante el primer cuatrimestre del 2014, el tipo de cambio subió y se generaron expectativas al alza en la inflación y tasas de interés. A continuación se describen los aspectos, observados y registrados en el 2013 y primer trimestre del 2014, que están relacionados con la evolución de la inflación, tipo de cambio y tasas de interés.

Inflación

Durante siete meses del 2013, la inflación interanual¹ en Costa Rica se ubicó dentro del rango meta de inflación (4%-6%), y en los últimos dos meses del 2013 se situó por debajo del límite inferior del rango meta de política. En los primeros tres meses del 2014, la inflación se ubica dentro del rango meta de política, debido a que el BCCR redujo el rango meta de política (3%-5%), a finales de enero de 2014.

Gráfico 1
Costa Rica: Inflación interanual (%)



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

La inflación interanual mostró una trayectoria descendente durante el 2013 y logró revertir las variaciones interanuales del IPC por encima del límite superior del rango de meta inflacionaria observadas durante el primer cuatrimestre de dicho año.

Adicionalmente, la inflación interanual de mediano y largo plazo² se ubicó dentro del rango meta desde julio de 2010 para el IMT y desde octubre de 2009 para el ISI; este incluso se ubicó por debajo del límite inferior del rango meta desde abril de 2012. Lo anterior evidencia el esfuerzo hecho por alcanzar una inflación local más cercana a la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales del país (entre 3% y 4%)³.

Por otra parte, al observar los diferentes componentes en que se desglosa el IPC, ocho de ellos se ubicaron por debajo del rango meta de inflación, tres por encima del rango y solamente uno dentro del rango. De conformidad con un estudio de propagación de choques inflacionarios realizado por el BCCR, los componentes que se ubican por encima del rango meta no se propagan al resto de componentes que conforman la canasta del IPC⁴ (cuadro 1).

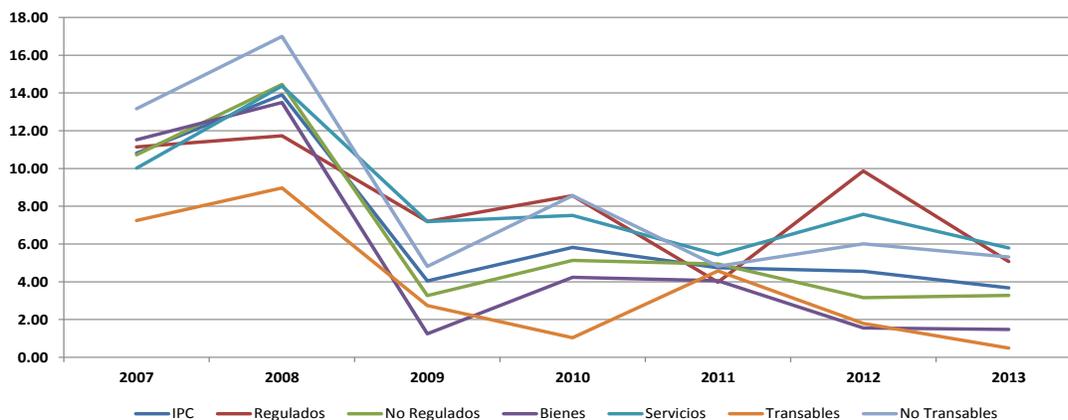
Cuadro 1. IPC por grupos
-variaciones anuales-

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Las tasas de variación anual de los subíndices en que se descompone el IPC continúan mostrando una tendencia a la baja en los últimos siete años. Los subíndices que se ubican dentro del rango meta son *Servicios* (5,79%), *No Transables* (5,31%) y *Regulados* (5,07%), mientras que *No Regulados* (3,28%) están levemente por debajo y los subíndices *Bienes* (1,47%) y *Transables* (0,49%) muy por debajo del rango meta (gráfico 2).

Gráfico 2
Costa Rica: Inflación anual (%) según subíndices



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

Cabe resaltar que la variación observada en el subíndice de precios *Regulados* en el 2012 se debió a aspectos coyunturales, principalmente por los ajustes de precios de bienes y servicios regulados, y que por ende, no tuvieron un impacto en la determinación de la inflación de largo plazo.

Determinantes para el logro de una baja inflación

El logro de una baja inflación en Costa Rica obedece al manejo del frente monetario por parte del BCCR, así como a la ausencia de presiones de demanda agregada, la estabilidad del tipo de cambio y el anclaje de las expectativas de inflación. Dentro de los aspectos relativos al manejo del frente monetario destaca la consolidación del Sistema de Corredor para la fijación de la tasa de interés a un día por parte del BCCR y el control diario de las dotaciones de liquidez de la economía costarricense, aspecto que limita la posibilidad de que se produzcan desequilibrios monetarios que afecten el compromiso de la meta inflacionaria.

Durante el 2013, el BCCR continuó con el establecimiento de “un medio permanente de concesión de préstamos, (...), en virtud del cual está alerta para prestar en forma nocturna cualquier monto que soliciten los bancos a una tasa de interés fija”⁵. Esta tasa de interés se denomina como la tasa de interés de la Facilidad Permanente de Crédito (FPC) a un día plazo.

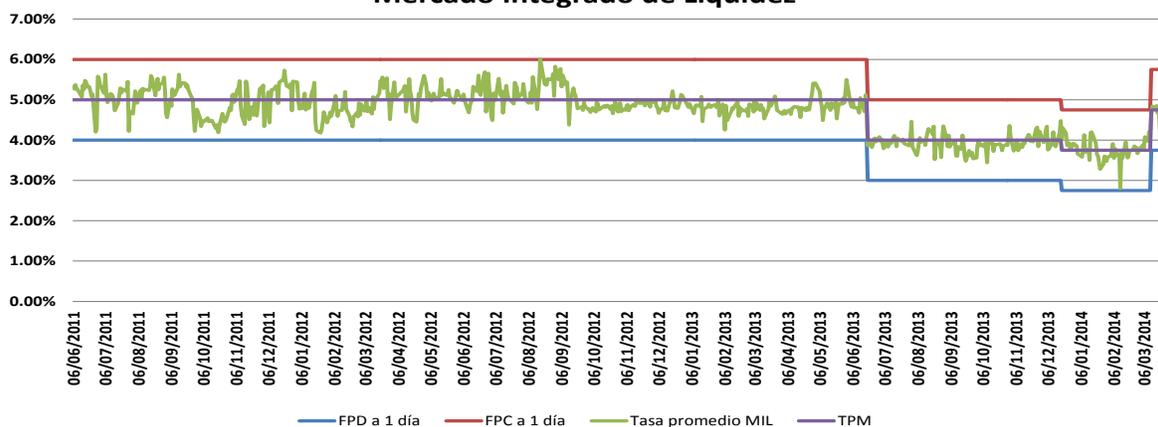
Por otra parte, el BCCR continuó con “otra instalación permanente que le paga a los bancos una tasa de interés fija, (...), sobre cualesquiera reservas (depósitos) que desearan mantener en el banco central”⁶. Esta tasa se denomina la tasa de interés de la Facilidad Permanente de Depósito (FPC) a un día plazo.

En Costa Rica, la tasa de interés de la FPC se establece en 100 puntos base (1,00 puntos porcentuales) por arriba de la Tasa de Política Monetaria (TPM)⁷, anunciada como meta

operativa, mientras que la tasa de interés de la FPD se fija 100 puntos base por debajo de la TPM.

Un sistema de este tipo permite al BCCR estabilizar la demanda de reservas por parte de la banca, de tal manera que el dinero que se demanda coincida con la cantidad de dinero provista para la economía en el nivel de la TPM y que si se presentan desviaciones respecto a la meta operativa, éstas sean de menor cuantía.

Gráfico 3
Costa Rica: Tasas de interés a un día
Mercado Integrado de Liquidez



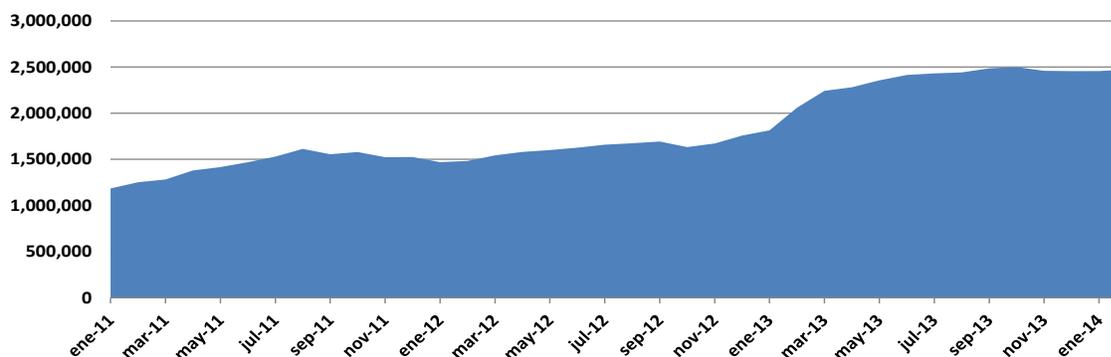
Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

Al observar el comportamiento de la tasa de interés del Mercado Integrado de Liquidez (MIL)⁸, a la cual se pactan operaciones de liquidez entre instituciones financieras, desde junio del 2011 se observa una reducción de las desviaciones de la tasa de interés promedio a un día respecto a la TPM. Otro aspecto que resalta, es que desde el segundo semestre del 2013, el BCCR ha modificado en tres ocasiones la TPM y en las tres ocasiones logró que los mercados de dinero negociaran en niveles muy cercanos a la TPM (gráfico 3).

La estabilidad en la tasa de interés de corto plazo en los mercados de dinero, se logró aún a pesar de los excesos de liquidez registrados en el primer semestre del 2013, consecuencia de las entradas de capital a la economía costarricense entre setiembre del 2012 y enero del 2013, lo que a su vez implicó un fuerte proceso de esterilización⁹ y una activa participación en el MIL.

El proceso de esterilización se llevó a cabo mediante la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) en el mercado de deuda local, lo cual le permitió recoger gran parte de los excesos de liquidez. Antes de la entrada de capital mencionada el saldo de BEM ascendía en promedio a $\text{¢}1.500.000$ millones, mientras que posterior a la entrada de capital, este saldo se incrementó a $\text{¢}2.500.000$ millones; es importante resaltar que este aumento se presenta en un plazo de cinco meses, lo cual evidencia el fuerte proceso de esterilización que emprendió la autoridad monetaria (gráfico 4).

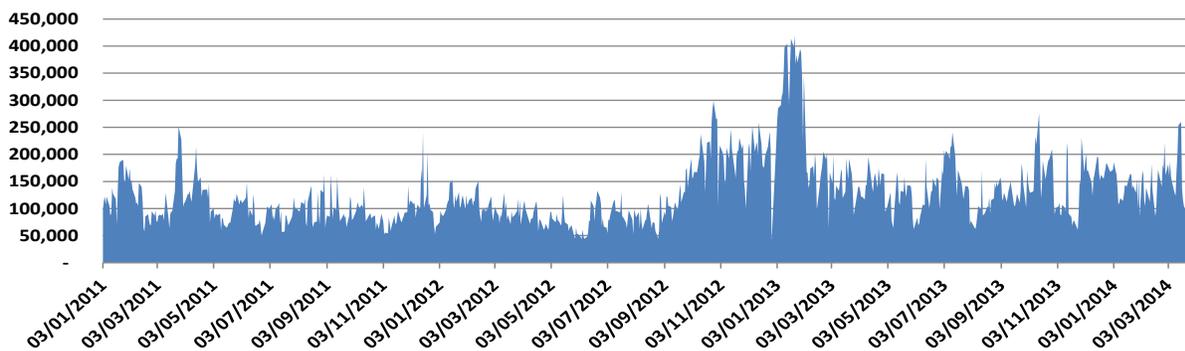
Gráfico 4
Costa Rica: Saldo de Bonos de Estabilización Monetaria
millones de colones



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

La activa participación en el MIL buscó generar una estabilidad en la tasa de interés de los mercados de dinero, pues esto de forma directa implica que también hay una estabilidad en los agregados monetarios y por ende menos posibilidad de observar un desequilibrio entre la oferta monetaria y la demanda de dinero.

Gráfico 5
Costa Rica: Monto negociado en MIL
millones de colones



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

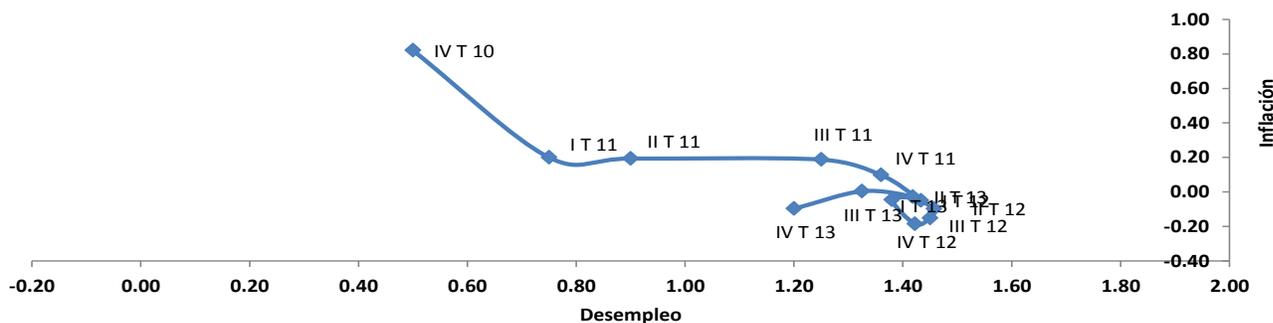
El monto negociado en el MIL se modifica a partir de setiembre del 2012 y llega a alcanzar montos de negociación de ¢400.000 millones a finales de enero del 2013 (gráfico 5). El monto promedio de negociación diaria en el 2012 ascendió a ¢118.925 millones, mientras que en el 2013 el monto promedio se situó en ¢159.715 millones. Una parte importante, del incremento observado en este mercado es una activa participación del BCCR mediante las subastas de Operaciones Diferidas de Liquidez (ODL), en las que mayoritariamente contraía liquidez.

Por tanto, se puede señalar que “la combinación de estas acciones monetarias limitó la posibilidad de que esos excesos monetarios se materializaran en gasto y, en consecuencia, generaran presiones adicionales de inflación”¹⁰.

Ahora bien, la evolución del frente monetario contribuyó a mantener la inflación bajo control. Sin embargo, existen otros factores que complementan el alcance de bajos niveles de inflación o inciden para lograr una menor inflación. Dentro de estos factores están la ausencia de presiones de demanda, la estabilidad del tipo de cambio durante el 2013 y el anclaje de las expectativas de inflación.

La ausencia de presiones de demanda se evidencia al comparar la variación media que ha experimentado el desempleo respecto a la variación media de la inflación¹¹. La reducción de la inflación se produjo en un entorno en el que la variación media del nivel de desempleo aumentó desde el tercer trimestre del 2010 al tercer trimestre del 2012, pero, esta variación media disminuye desde el tercer trimestre del 2012. A pesar de la reducción experimentada en el nivel de desempleo, la inflación se mantuvo estable, debido a que aún no se alcanza altos niveles de empleo. Lo anterior evidencia que el mercado laboral está absorbiendo la mayor contratación de recurso humano sin que se ejerza presión sobre el nivel de los salarios y, en consecuencia no se presionan los costos de producción y por ende, las empresas no presionan los precios internos (gráfico 6).

Gráfico 6
Costa Rica: Inflación y desempleo
(variación media desde el III Trimestre del 2010)

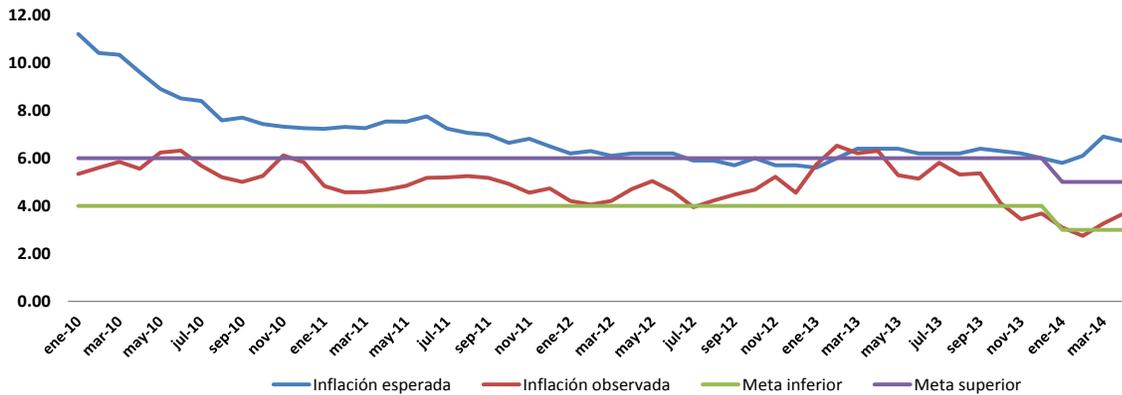


Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

Por otra parte, la estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio durante los once primeros meses del 2013 provocó que el índice de incidencia¹² no fuese utilizado por el sector productivo en la fijación de los precios de sus productos y servicios. En otras palabras, a pesar de que el índice de incidencia puede oscilar entre 0 y 1, independientemente del valor que tome, ante un tipo de cambio que no se ha modificado sustancialmente, las empresas no han tenido la necesidad de incorporar en los precios de los bienes y servicios variaciones del tipo de cambio, pues no se experimentó variación en el tipo de cambio. No obstante, en los primeros meses del 2014, esa baja volatilidad en el tipo de

cambio se modificó, y aumentó la probabilidad de que este aspecto de no utilización del índice de incidencia se revierta en el 2014.

Gráfico 7
Costa Rica: Inflación observada, inflación esperada y rango de meta de inflación



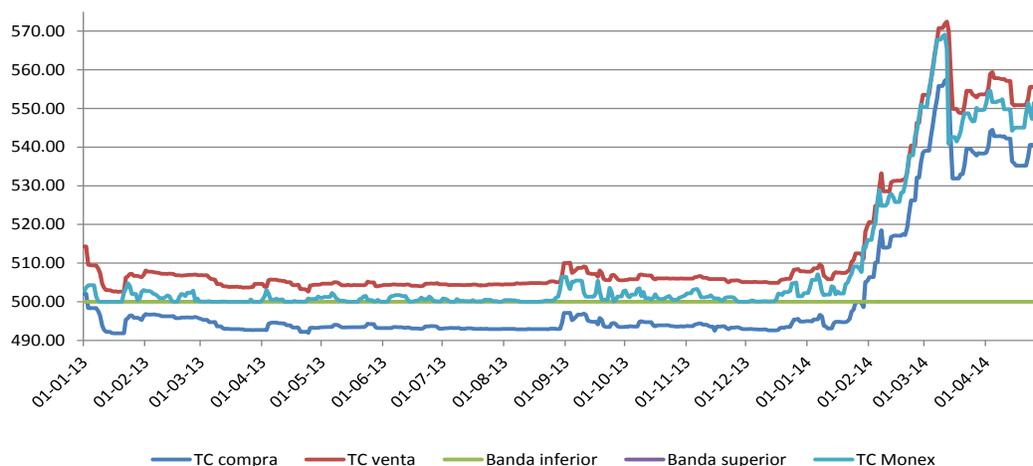
Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

Las expectativas de inflación se desalinearon transitoriamente desde marzo del 2013¹³ del rango de objetivo inflacionario establecido por el BCCR, sin embargo se mantuvo el anclaje pues las expectativas superaron levemente el límite superior del rango de meta inflacionario establecido por el BCCR (gráfico 7). Por otra parte, en los primeros meses del 2014, se evidencia un menor anclaje de las expectativas de inflación, pero que principalmente es atribuible a dos factores. En primer lugar, el aumento del tipo de cambio al inicio del 2014 influyó en los agentes económicos, los cuales esperan que exista incidencia del aumento experimentado en la cotización del dólar en los precios internos; en segundo lugar, el BCCR estableció para el 2014 un rango de meta inflacionario menor (3%-5%) al rango objetivo planteado en el 2013 (4%-6%). Esto particularmente, establece retos para la política monetaria. Lograr que la inflación se ubique dentro del nuevo rango meta, para volver a generar la credibilidad de la autoridad monetaria ante los agentes económicos, para que éstos ajusten de nuevo sus expectativas de inflación y éstas vuelvan a situarse dentro del nuevo rango de objetivo inflacionario.

Tipo de cambio

Dado el compromiso del BCCR con los parámetros de la banda cambiaria¹⁴, la gran afluencia de capital privado, entre setiembre del 2012 y enero 2013, y la colocación de eurobonos denominados en dólares en los mercados internacionales por parte del Gobierno Central, el BCCR se vio obligado a intervenir en el mercado interbancario de divisas, lo que prácticamente ancló el tipo de cambio al límite inferior y conllevó a que la economía costarricense operase técnicamente con un tipo de cambio fijo (gráfico 8).

Gráfico 8
Costa Rica: Tipo de cambio Dólar/Colón



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

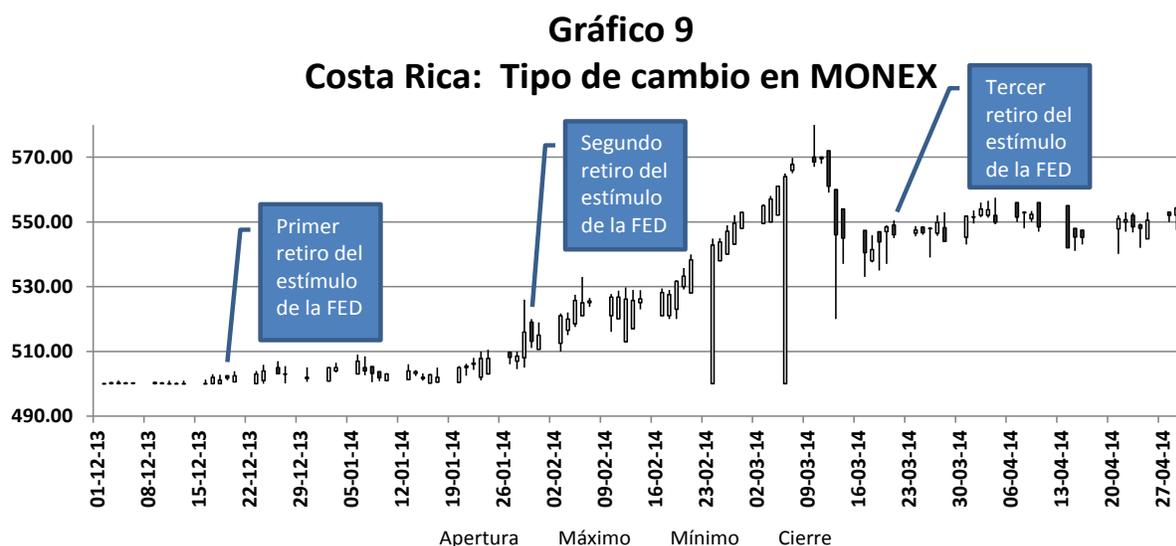
El tipo de cambio en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX)¹⁵ osciló entre el límite inferior de la banda cambiaria y $\text{¢}506,48$ por dólar, pero con una volatilidad muy baja, pues de los 365 días del 2013 en 226 de ellos la cotización se ubicó entre $\text{¢}500$ por dólar y $\text{¢}501$ por dólar (gráfico 8).

No obstante, a partir de inicios de diciembre de 2013 la economía costarricense dejó de operar técnicamente con un tipo de cambio fijo¹⁶, pues la cotización del tipo de cambio en MONEX se empezó a despegar del límite inferior de la banda cambiaria. En particular, se puede señalar que factores relacionados con las actuaciones de los bancos centrales de las economías desarrolladas, la incertidumbre del proceso electoral, factores técnicos del mercado cambiario y las expectativas respecto a la solvencia de sector público costarricense, están dentro de los factores que explican el despegue del tipo de cambio del límite inferior de la banda cambiaria.

Dentro de las actuaciones de los bancos centrales de las economías desarrolladas, se encuentra el anuncio y el inicio del retiro del estímulo monetario por parte del Banco de la Reserva Federal (FED) de los Estados Unidos¹⁷, consecuencia de la recuperación del mercado laboral americano, lo cual constituye una buena base de crecimiento para el consumo y la inversión a lo largo del 2014. Asimismo, el Banco Central de Inglaterra (BOE, por sus siglas en inglés) encontró indicios para retirar su programa de estímulo

monetario. No así, el Banco Central Europeo (BCE), que todavía parece encontrar espacios para aumentar los estímulos monetarios y reducir el riesgo de un proceso deflacionario en la eurozona.

Estas actuaciones son un reflejo de que el mundo está entrando en un reajuste de las políticas monetarias de los países desarrollados, por lo que es de esperar que las distintas divisas tengan que internalizar los efectos de tales reajustes en el sistema monetario internacional. El colón como divisa, mediante la cotización de la paridad dólar colón, no ha estado ajeno al realineamiento que se producen del reajuste de las políticas monetarias en los países catalogados como economías desarrolladas.



Adicionalmente, a inicios del 2014 se vivió el proceso electoral para elegir al próximo Presidente de la República y los miembros de la Asamblea Legislativa. Este proceso, independientemente del resultado, genera niveles de incertidumbre en los agentes económicos, particularmente en aquellos que ponderaron que un cambio en la conducción de los asuntos políticos podría traer problemas en el futuro. Estos agentes económicos tienden a dar un mayor peso a activos denominados en dólares que a activos denominados en colones¹⁸.

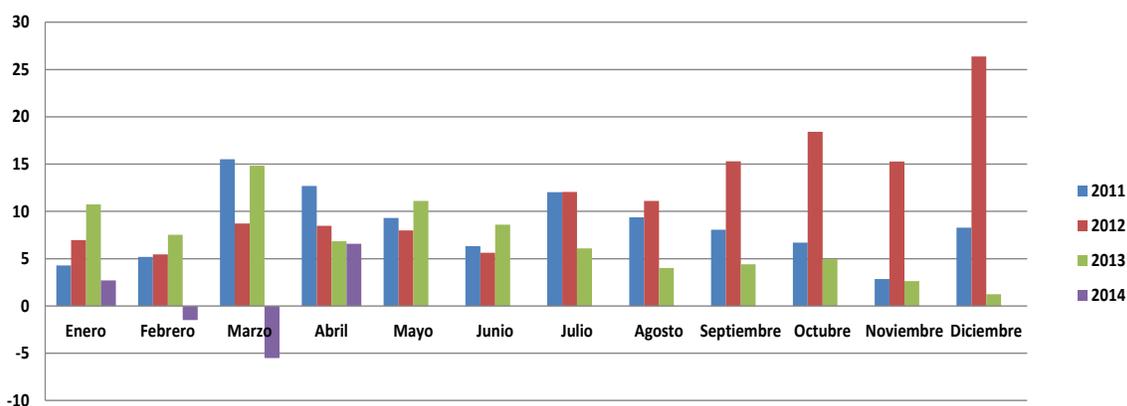
Por otra parte, los factores técnicos en el mercado cambiario también contribuyeron a la variación en el tipo de cambio. A diferencia de años anteriores en donde el mercado privado cambiario mostró grandes superávits de divisas, el 2013 fue un año en que estos superávits se fueron reduciendo paulatinamente hasta tornarse negativos en febrero y marzo de 2014. Esto podría estar relacionado con el primer factor citado, las actuaciones de los bancos centrales de las economías desarrolladas y la consecuente repatriación de capitales hacia los países desarrollados.

El resultado neto promedio diario -compras menos ventas de los operadores cambiarios-, fue cada vez menor durante el 2013. Mientras que en enero de 2013 se registraron

compras netas diarias por \$10 millones en diciembre del mismo año, estas compras netas ascendieron a \$1,9 millones. En otras palabras, los intermediarios de divisas contaron con una menor disponibilidad de divisas conforme transcurrió el 2013. Tal comportamiento del mercado cambiario en las ventanillas de las instituciones financieras, contrasta con lo observado en el último cuatrimestre del 2012, periodo en el cual se registró una gran afluencia de capital.

La modificación es más evidente, en febrero y marzo del 2014, meses en los cuales 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.

Gráfico 10
Costa Rica: Resultado neto de las entidades en ventanilla
-promedio diario en millones de dólares-



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

A lo anterior se agrega el hecho de que la participación del Sector Público No Bancario (SPNB), se incrementara relativamente en el MONEX, consecuencia de que el nivel de compras netas de este sector aumentó, debido a la menor oferta de divisas por parte del Gobierno Central, quien en buena parte del 2013 fue un vendedor de divisas y permitió atender el requerimiento de divisas del SPNB. La menor disposición de divisas por parte del Gobierno Central se explica por el agotamiento de los recursos obtenidos mediante la colocación de los eurobonos a nivel internacional durante el 2013.

Recuadro 1

¿Qué es el miedo a flotar y por qué surge?

El miedo a flotar es la preferencia por parte de las autoridades económicas, así como del resto de agentes económicos, por un sistema cambiario fijo o casi fijo. Que evita la presentación de fluctuaciones en la cotización de la divisa local respecto a otras divisas.

De acuerdo con Schmidt-Hebbel son cuatro factores que producen el miedo a flotar:

- a) La preocupación por un elevado índice de incidencia del tipo de cambio sobre los precios internos.
- b) La preocupación por los riesgos de vulnerabilidad de la alta dolarización por parte de acreedores y deudores.
- c) La preocupación de experimentar una pérdida de competitividad en el sector exportador ante variaciones en el tipo de cambio.
- d) La preocupación de perder un ancla nominal (referencia) transparente para conducir las expectativas de los agentes económicos.

Fuente: BCRP (2006). Dolarización financiera: La agenda política.

Es importante, destacar que a inicios de abril de 2014, se realizó la tercera colocación de eurobonos de las cuatro colocaciones autorizadas, por lo que la situación de disponibilidad de divisas por parte del Gobierno Central volverá en buena parte del 2014 y el próximo año.

Por último, ante un escenario de aumento de las tasas de interés a nivel internacional y un deterioro de las finanzas públicas costarricenses, los agentes económicos generaron expectativas respecto a la solvencia de sector público costarricense y por ende, de los rendimientos que se le debe exigir a los bonos emitidos por el Ministerio de Hacienda (MH). Por lo anterior, de nuevo algunos agentes económicos prefirieron salir de sus posiciones en bonos denominados en colones y preferir bonos denominados en dólares. En aquellos casos que no se salieron de sus posiciones en colones, decidieron detener la compra de activos financieros de largo plazo denominados en colones. Esto ha dificultado la negociabilidad de estos instrumentos en los mercados secundarios de bolsa y dificultó la colocación de instrumentos de largo plazo en colones a la tesorería del MH.

Todos estos aspectos en conjunto, facilitaron el despegue del tipo de cambio del límite inferior de la banda cambiaria. Este cambio implica que la economía costarricense tenga la oportunidad de perder el miedo a flotar (recuadro 1).

Un mercado cambiario hacia la flotación administrada

Una vez que el tipo de cambio se ubicó dentro de los parámetros de la banda cambiaria¹⁹, 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 entredicho por parte de los agentes económicos. Las intervenciones dentro de la banda cambiaria las ha dividido el BCCR en las siguientes:

1. Intervenciones para evitar fluctuaciones violentas diarias en el tipo de cambio²⁰. Este tipo de intervención es de tipo intradía, es decir, se realiza en un mismo día.
2. Intervenciones para corregir fluctuaciones significativas del tipo de cambio sobre su tendencia de largo plazo²¹. Este tipo de intervención es interdía, es decir, se puede realizar en varios días.

Las intervenciones del primer tipo “tienen por objetivo atenuar fluctuaciones violentas dentro de un mismo día, sin modificar la tendencia del tipo de cambio”²². Por tanto, si el BCCR detecta una fluctuación violenta al alza, venderá dólares para evitar que el tipo de cambio continúe subiendo y de forma simultánea suspenderá las compras de dólares del SPNB o compras para acumular Reservas Monetarias Internacionales (RMI). En caso de no haber concluido las compras para el SPNB, le venderá los dólares de las RMI del BCCR. Por el contrario, si detecta una fluctuación violenta a la baja, comprará dólares para evitar que el tipo de cambio siga bajando y simultáneamente suspenderá las ventas de dólares del SPNB.

Si en un mismo día, el tipo de cambio detiene o reversa su dirección, que implique dejar de presentar una fluctuación violenta, entonces el BCCR dejará de intervenir por volatilidad y reanudará las compras o ventas del SPNB en el MONEX.

El segundo tipo de intervención, también es dentro de los parámetros de la banda cambiaria, pero la 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”²³.

Otro aspecto diferente de este segundo tipo de intervención es que las intervenciones podrán ser por varios días y con montos mayores de intervención respecto a los montos utilizados para evitar fluctuaciones violentas. Al momento de escribir esta ponencia el BCCR solamente ha utilizado el primer tipo de intervención para evitar las fluctuaciones violentas del tipo de cambio.

Para llevar a cabo estos tipos de intervención la Junta Directiva del BCCR debió definir la magnitud de una fluctuación violenta, qué significa una desviación del tipo de cambio respecto a nivel congruente de tipo de cambio de largo plazo, el presupuesto de venta o compra máximo para cada tipo de intervención y el procedimiento que debe seguir la administración del BCCR para llevar a cabo intervenciones de este tipo. Dentro de los

aspectos definidos por la Junta Directiva está la conformación de un 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

Desde el 1 de enero de 2014, la autoridad monetaria ha intervenido para evitar fluctuaciones violentas, dada la presión al alza mostrada por el tipo de cambio, lo que ha motivado una venta de \$386,6 millones, de las cuales un 28% ha sido para satisfacer las necesidades de compras netas del SPNB y el restante 72% para suplir el faltante de divisas que mostró el MONEX entre el resto de participantes (cuadro 2). Ello evidencia que la mayor demanda de dólares ha provenido del resto de participantes, en su totalidad del sector privado, en el mercado interbancario de divisas.

“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”²⁴. Esto lo que significa es que un banco central está dispuesto a que el tipo de cambio varíe diariamente en respuesta a las fuerzas de mercado, pero que no está dispuesto a ceder su opción de intervenir en el mercado privado cambiario. Otro aspecto a resaltar es que un banco central puede llevar a cabo tales compras o ventas, sin indicar con anterioridad la dirección que favorece respecto al nivel de tipo de cambio deseado.

Dado que el BCCR anunció que utilizará las dos modalidades de intervención, según las condiciones del mercado cambiario, se puede afirmar que en estos momentos la autoridad monetaria se está conduciendo en un proceso para adoptar un régimen de flotación administrada sin una ruta anunciada.

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
Total	278.2	108.4	386.6

Fuente: BCCR

Para el caso costarricense, la definición de los dos tipos de intervención comentados anteriormente, por parte del BCCR es un indicativo de que no renuncia a su opción de intervenir en el MONEX. Pero a su vez es un indicativo de que tales intervenciones serán sin definir una ruta para el tipo de cambio, pues en el primer tipo de intervención es por volatilidad excesiva, la cual puede ser cuando el tipo de cambio se presione al alza o la baja, mientras que en el segundo tipo de intervención, indica que intervendrá si se presenta 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. Estas variables en determinadas ocasiones favorecerán la depreciación del tipo de cambio y en otras la apreciación de dicho macroprecio, con lo cual se deja al mercado la función de determinar el valor del tipo de cambio.

Implicaciones para la economía costarricense

Si el tipo de cambio se mantiene dentro de los parámetros de la banda se puede concluir que la política monetaria podrá sortear la *imposibilidad de la Santísima Trinidad*.²⁵. “Esta imposibilidad se presenta cuando la autoridad desea simultáneamente mantener la siguiente situación: (a) Movilidad internacional de capitales; (b) una política monetaria activa e independiente; y (c) un tipo de cambio de *facto* rígido”²⁶.

Principalmente porque “cualquier país puede tener sólo dos de los tres atributos. Es el trilema fundamental de la macroeconomía: no se puede al mismo tiempo tener un tipo de cambio fijo, mantener un mercado de capitales abierto y gozar de autonomía monetaria”²⁷. Si una economía decide por conveniencia contar con una política monetaria activa e independiente, necesariamente tendrá que escoger entre contar con una movilidad internacional de capitales y un régimen cambiario fijo. Si su escogencia es un régimen cambiario fijo, entonces no podrá contar con la movilidad internacional de capitales y debería promover el control de los flujos de capital. Por el contrario, si la escogencia es una política monetaria activa e independiente y movilidad internacional de capitales, entonces no podrá contar con un tipo de cambio fijo y debería promover una flexibilidad en el mercado cambiario. Igualmente, si se escoge una movilidad

internacional de capitales y un tipo de cambio fijo, entonces no podrá contar con una política monetaria activa e independiente.

Dado que el tipo de cambio se despegó del límite inferior de la banda cambiaria y la autoridad monetaria está favoreciendo niveles de volatilidad debido a que permite que el tipo de cambio experimente variaciones no violentas en el mercado cambiario, entonces un país como Costa Rica podrá contar con una movilidad internacional de capitales y una política monetaria activa e independiente, sin que se ocasionen desequilibrios monetarios, debido a que no enfrentará la limitación que produce un tipo de cambio de facto rígido, como el que se experimentó durante buena parte del 2013.

A pesar de que el BCCR ha realizado intervenciones en el mercado cambiario para evitar fluctuaciones violentas, las cuales como se indicó han implicado que la autoridad monetaria haya vendido \$339,9 millones de sus RMI, y por ende, haya retirado de circulación el equivalente en colones, esto significa que los agentes económicos han reducido la demanda de colones y han aumentado la demanda por liquidez en dólares. A diferencia del 2013, esta afectación de la dotación de liquidez en colones con que opera la economía costarricense, no le obligará a llevar a cabo procesos de esterilización monetaria mediante la venta de valores. Por el contrario, si los agentes económicos vuelven a aumentar su demanda de liquidez en colones, entonces la autoridad monetaria podrá a través de su participación en los mercados de dinero o mediante la administración de los vencimientos de los valores emitidos, reponer una parte o totalidad de la potencial mayor liquidez que demanden los agentes económicos en el futuro.

Esto último implica que el BCCR puede establecer la cantidad de dinero en circulación que sea congruente con sus objetivos de política, los cuales en un esquema de metas de inflación, son dos metas: a) la meta de inflación como meta de política y b) la meta de tasa de interés como meta operativa.

Al despegarse el tipo de cambio del límite inferior de la banda cambiaria y el BCCR poder asumir una política monetaria activa e independiente, la autoridad monetaria podrá variar el orden de los amortiguadores utilizados ante un choque en la economía costarricense. La adopción de un régimen de flotación administrada permitirá 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) ²⁸.

En el primero (MII), de experimentarse un choque en la economía, por ejemplo, una salida de capital de corto plazo, el ajuste recaerá sobre la tasa de interés para evitar la salida de capital y complementariamente, el tipo de cambio y los activos de reserva serán utilizados para suavizar el impacto en las tasas de interés.

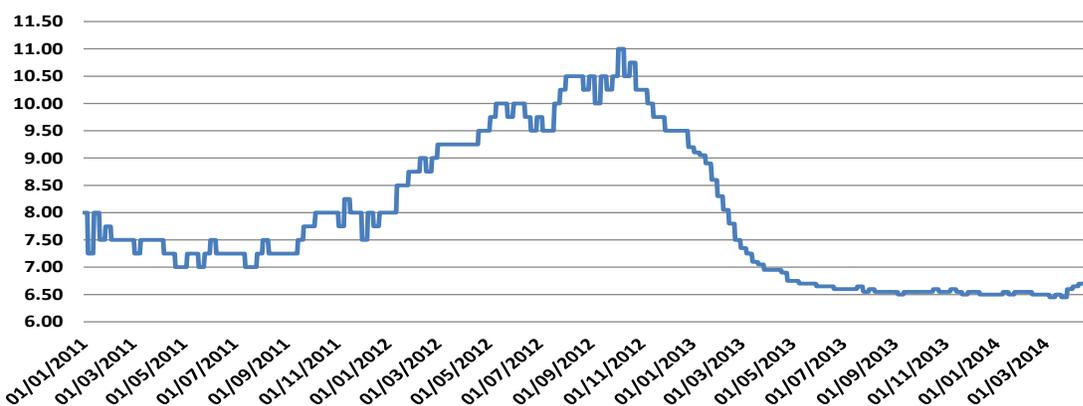
Mientras que en el segundo (ECMEI), de experimentarse un choque en la economía el impacto será absorbido por el tipo de cambio y solamente de manera ocasional se realizará una intervención en el mercado cambiario para suavizar el impacto sobre el tipo de cambio, con el uso de los activos externos –divisas- en poder del banco central.

Anteriormente se indicó que las actuaciones de los bancos centrales de las economías desarrolladas, la incertidumbre del proceso electoral, factores técnicos del mercado cambiario y las expectativas respecto a la solvencia de sector público costarricense, han impactado a la economía costarricense. Ante este tipo de choques, durante el primer trimestre del 2014, lo que se observó fue un impacto en el tipo de cambio e intervenciones ocasionales del BCCR en el MONEX, con el uso de RMI, para evitar fluctuaciones violentas. Y las tasas de interés han empezado a mostrar un impacto menor, como se notará en el siguiente apartado, pero solamente después de que el tipo de cambio se ajustó y la autoridad monetaria hiciese uso de sus activos de reserva. Esto es indicativo de que la autoridad monetaria podría estar más cerca de adoptar un ECMEI y que ha realizado un proceso de trueque, en el que ha decidido tener más volatilidad en sus activos de reserva que volatilidad en el nivel de las tasas de interés en colones.

Tasas de interés

Respecto al comportamiento de las tasas de interés, el 2013 se caracterizó por mostrar un descenso durante todo el año, como se mencionó anteriormente. Un importante aspecto a destacar es que este descenso en el nivel de tasas de interés se produce a pesar del deterioro en las finanzas públicas registrado en el 2013, debido a “que el financiamiento requerido por el Gobierno Central fue atendido, en parte, con el uso de recursos provenientes de la colocación de bonos en mercados internacionales, lo cual restó presión sobre la oferta de fondos prestables del mercado interno”²⁹.

Gráfico 11
Costa Rica: Tasa Básica Pasiva (%)



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

Al observar la Tasa Básica Pasiva (TBP)³⁰, se tiene que esta tasa inició en 9,20% y terminó el año en un nivel de 6,50%, para un descenso de 270 puntos base. Solamente en las primeras semanas de abril de 2014, se ha observado una leve tendencia al alza en esta tasa de interés y al momento de escribir esta ponencia, la TBP se ubica en 6,70%, es decir, 20 puntos base por encima de la tasa registrada a finales del 2013.

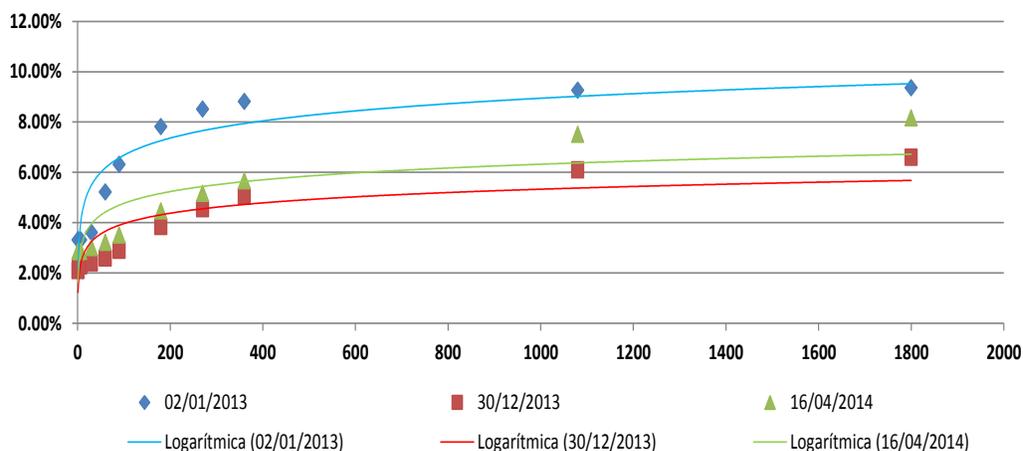
Esta tasa de interés es relevante, tanto en operaciones pasivas como activas, pues no solo es una referencia de lo que sucede con el costo de captación que enfrentan los intermediarios financieros, BCCR y MH, sino que también se ha convertido en la principal referencia para fijar el pago de interés de los créditos en el Sistema Financiero Nacional (SFN).

Dado que la tasa de interés nominal tiene un componente de inflación y otro componente real, entonces si la inflación durante el 2013 se mantuvo en promedio dentro del rango meta de inflación, qué influyó para que el componente real se redujese en la TBP durante el 2013. En definitiva, la reducción en el componente real está asociada a las menores dificultades que experimentó el gobierno central para obtener el financiamiento que permita cubrir el déficit fiscal, producto de la escasa demanda por recursos en el mercado de valores costarricense que se derivó de la colocación de eurobonos por parte del MH en los mercados internacionales.

Tal reducción se reflejó en la Estructura Temporal de Tasas de Interés (ETTI)³¹. Una aproximación de esta estructura se obtiene de las tasas de interés que ofrece el BCCR para cada uno de los plazos establecidos en los depósitos electrónicos de Central Directo³².

En el gráfico 12 se muestra la ETTI de los depósitos electrónicos de Central Directo registrada el 30 de diciembre de 2013, la cual es inferior en aproximadamente 250 puntos base a la ETTI registrada el 2 de enero de 2013. Este desplazamiento de la curva se experimentó en todos los vencimientos. Este mismo comportamiento se experimentó en la curva de rendimientos exigida en los mercados de deuda pública costarricense, pues los operadores de bonos previeron una menor oferta de títulos valores por parte del MH en mercado primario, lo que a su vez incidió en un menor rendimiento exigido por los inversionistas a los títulos en circulación.

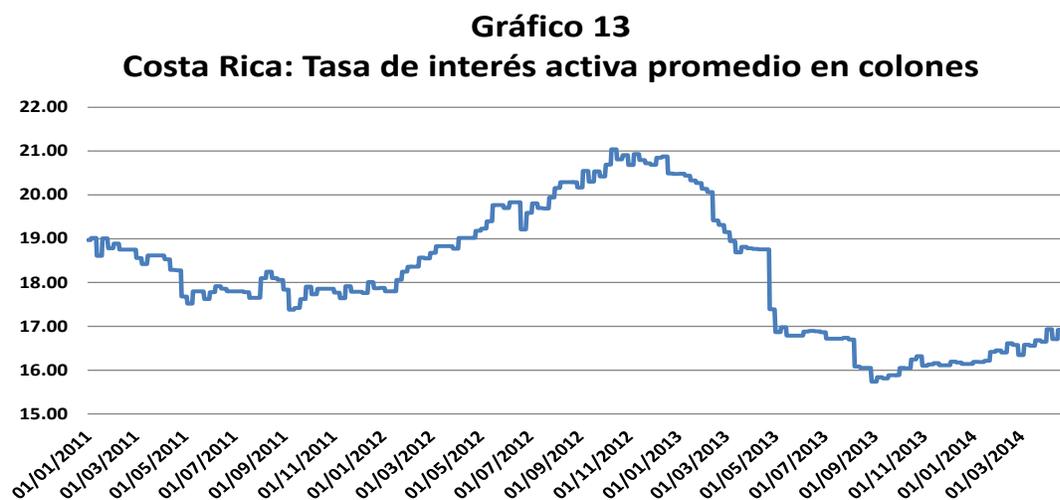
Gráfico 12
Costa Rica: ETTI colones



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

No obstante, en los primeros meses del 2014 la ETTI muestra una reversión en su parte de largo plazo, pues los inversionistas han exigido un mayor rendimiento para instrumentos en dichos plazos, producto de que algunos agentes económicos mantienen expectativas de que el Gobierno Central enfrentará problemas para financiar el déficit fiscal. Esto explica porque la ETTI del 14 de abril de 2014 supera a la ETTI del 30 de diciembre de 2013. Estas expectativas se han mantenido aún después de conocer que el Gobierno Central captó otros \$1.000 millones³³ en los mercados internacionales a principios de abril de 2014³⁴.

Al observar la tasa de interés activa promedio del Sistema Financiero Nacional (SFN), se tiene que esta tasa inició en 20,48% y terminó el año en un nivel de 16,14%, lo cual significa que durante el 2013 esta tasa experimentó una reducción de 434 puntos base. Como se observa en el gráfico 13, la tasa activa promedio registró niveles por debajo del nivel de cierre del año. El nivel más bajo registrado fue de 15,74%, la tasa de interés activa más baja registrada en los últimos tres años. Es importante hacer notar, que el descenso en la tasa de interés activa promedio fue superior al descenso registrado en la TBP, lo que provoca un mayor diferencial entre tasas de interés activas versus tasas de interés pasivas.



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

Sin embargo, desde inicios de noviembre de 2013 la tendencia de descenso en la tasa de interés activa promedio se revirtió y desde dicha fecha esta tasa de interés ha aumentado en 80 puntos base, para ubicarse a inicios de abril de 2014 en 16,94%, producto de una mayor demanda de crédito en moneda nacional.

Por su parte, la tasa de interés pasiva bruta promedio del SFN para depósitos en dólares inició en 1,62% y terminó el año en un nivel de 1,31%, pero después de alcanzar un máximo de 1,79% a finales de marzo, para una reducción de 48 puntos base en los últimos tres trimestres del 2013. En el primer cuatrimestre del 2014 esta tasa se ha mantenido estable. Mientras que la tasa de interés activa promedio para préstamos en

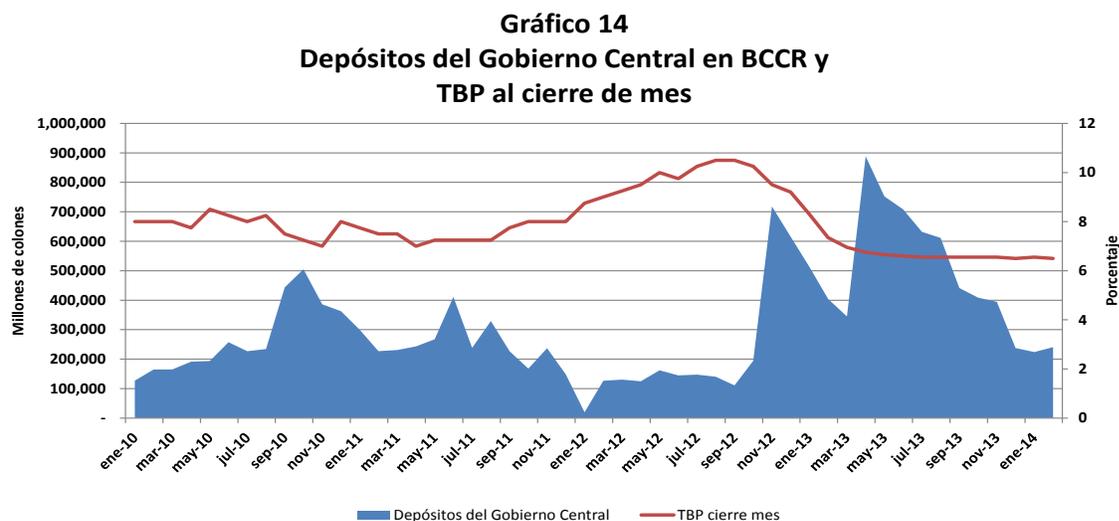
dólares del SFN inició en 11,10% y cerró en 10,53%; para un descenso de 57 puntos base, este descenso continuó en el primer cuatrimestre del 2014.

Los factores que explican el descenso de las tasas de interés

Durante el 2012, el Gobierno Central contó con un saldo promedio de depósitos menor en el BCCR y una proyección mayor de déficit fiscal, lo que explicó el proceso al alza de las tasas de interés desde mediados del 2011. En el 2013, la proyección del déficit fiscal también fue mayor, pero el Gobierno Central contó con un saldo promedio de depósitos mayor en el BCCR.

Si se observa el gráfico 14, se puede notar que el saldo de recursos con que contó el Gobierno Central se modificó una vez aprobada la Ley No. 9070 Emisión de Títulos Valores en el Mercado Internacional. Esto permitió a las autoridades fiscales una mejora en su flujo de caja.

Durante el 2010 el Gobierno Central mantuvo un depósito promedio en el BCCR de ¢271.478,84 millones y en el 2011 fue de ¢252.219,47 millones. Para el 2012, el depósito promedio ascendió a ¢219.567,64 millones, pero es importante recordar que para los primeros diez meses del 2012 este saldo promedio fue de ¢130.135,68 millones. La mejora del saldo promedio para el año completo es consecuencia de que el MH lleva a cabo la primera emisión de bonos a nivel internacional a finales del 2012. Para el 2013, este saldo promedio depositado en el BCCR alcanzó la suma de ¢528.022,64 millones.



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

Por tanto, a pesar de que el Gobierno Central enfrentó una mayor proyección de déficit fiscal para el 2013, un mayor flujo de caja le permitió no ejercer una presión en el mercado de fondos prestables. El MH no ejerció presión sobre el mercado de bonos local, consecuencia de que en las convocatorias de colocación de valores, las

autoridades fiscales asignaron en subasta a aquellos inversionistas que les reconocieron menores rendimientos en los mercados primarios de valores.

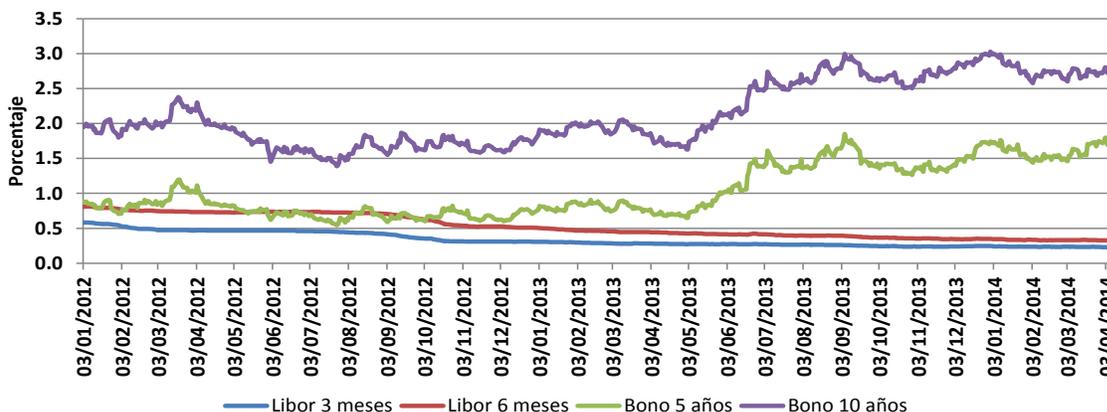
Esta menor necesidad de recursos por parte de las autoridades fiscales fue internalizada por los operadores del mercado secundario de bonos, durante el 2013, lo que ocasionó un ajuste al alza en los precios de los bonos de la deuda pública costarricense, y por ende, una reducción de los rendimientos a los que se cotizaron dichos valores.

Por tanto, uno de los aspectos que favoreció el descenso de las tasas de interés y los rendimientos durante el 2013, es la facilidad de financiamiento con el que han contado las autoridades fiscales desde octubre de 2012 a abril de 2013. En dicho período, el Gobierno Central ha levantado fondos por un monto de \$3.000 millones.

Respecto a los factores externos que pueden incidir en el nivel de tasas de interés locales, es importante indicar que estos ya muestran indicios de activación. Esta activación al alza es consecuencia del comienzo de la reducción del relajamiento cuantitativo, principalmente por parte de la FED, como se mencionó anteriormente.

Los rendimientos que empiezan a mostrar un impacto son los rendimientos de largo plazo de la deuda pública del Gobierno de los Estados Unidos de América, en contraposición con la estabilidad que se observa en las tasas de interés de corto plazo. Los rendimientos a los que cotizan los bonos de mediano (5 años) y largo plazo (10 años), son los que han sufrido un incremento desde el anuncio del retiro del estímulo monetario por parte de la FED; mientras que las tasas de interés interbancarias, Libor 3 meses y Libor 12 meses, muestran una gran estabilidad (gráfico 15).

Gráfico 15
Tasas de interés y rendimientos bonos americanos



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

Este incremento en la parte larga de la ETTI en los Estados Unidos de América, explica parte del aumento observado en la parte de la ETTI en colones en el mercado de bonos costarricense, aunado, a las mayores expectativas que mantienen los agentes

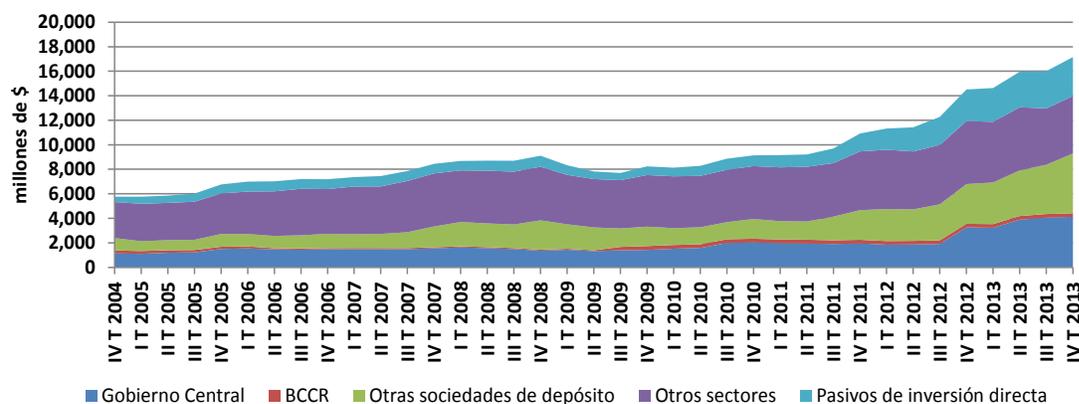
económicos respecto a las posibilidades de financiamiento del Gobierno Central en el futuro.

2. Evolución del saldo de deuda externa total y crédito al sector privado

En los apartados anteriores, se ha indicado que el Gobierno Central ha contado con fuentes de financiamiento externo que le han permitido no presionar el mercado de fondos prestables local. Tal situación no solamente ha favorecido a las finanzas del Gobierno Central, sino que ha sido aprovechada por otros sectores, los cuales se han beneficiado del apetito de inversionistas o financistas no residentes por activos de empresas o instituciones radicadas en Costa Rica, los cuales han estado dispuestos a prestar fondos a rendimientos muy similares a los logrados por el MH.

El acceso a los mercados financieros internacionales por parte del MH ha permitido que otras instituciones, públicas o privadas, también tengan acceso a fuentes de financiamiento externo, lo que de paso les permite lograr un mejor costo financiero por estos fondos. Este mayor acceso a fuentes de financiamiento externo, ha modificado el saldo de la deuda externa total de Costa Rica.

Gráfico 16
Costa Rica: Saldo total deuda externa



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

El saldo de deuda externa del Gobierno Central, otras sociedades de depósito³⁵, otros sectores y pasivos de inversión directa, se han incrementado desde inicios del 2012. En otras palabras, los agentes económicos residentes en Costa Rica se beneficiaron de las políticas de relajamiento cuantitativo llevadas a cabo por los bancos centrales de los países desarrollados, que incrementó la liquidez en los mercados financieros internacionales y consecuentemente redujo las tasas de interés internacionales, lo que abarató las condiciones financieras a las cuales se accedían las fuentes de financiamiento externo³⁶.

Tal aspecto de modificación del monto de la deuda externa total de Costa Rica, ha propiciado que en menos de tres años, el saldo de deuda externa total se haya más que duplicado. A finales del 2009, el saldo total de la deuda externa cerró en \$8.238 millones, mientras que a finales del 2013, este saldo ascendió a \$17.158 millones (gráfico 16).

Por otra parte, también ha significado un cambio en la composición de los sectores que han accedido a este financiamiento externo. En los últimos cinco años, han sido el Gobierno Central y Otras Sociedades de Depósito, los sectores que han incrementado su participación dentro del saldo de deuda externa. En otras palabras, no solo el Gobierno Central se ha beneficiado de mejores condiciones para fondearse, sino que el sector financiero también ha recurrido de recursos del exterior para fondear sus operaciones en Costa Rica.

El incremento por parte del Gobierno Central obedece a lo señalado anteriormente, al acceso de financiamiento internacional para financiar el déficit fiscal, mediante la colocación de bonos de largo plazo a inversionistas extranjeros (cuadro 3).

Cuadro 3. Saldo de la deuda externa total
-porcentaje por sector y plazo-

	2009	2010	2011	2012	2013
Total deuda externa (millones de US\$)	8,238.0	9,135.3	10,919.4	14,509.5	17,158.0
Gobierno general	17.3%	22.2%	17.9%	22.5%	24.0%
Corto plazo	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%
Largo plazo	16.7%	21.7%	17.6%	22.2%	23.7%
Banco Central	3.8%	3.3%	2.7%	2.0%	1.7%
Corto plazo	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Largo plazo	3.8%	3.3%	2.7%	2.0%	1.7%
Otras Sociedades de Depósito	19.2%	17.7%	22.2%	22.3%	28.4%
Corto plazo	9.6%	9.2%	10.7%	9.8%	6.1%
Largo plazo	9.6%	8.5%	11.5%	12.5%	22.3%
Otros sectores	51.1%	47.1%	43.9%	35.5%	27.4%
Corto plazo	17.8%	16.0%	14.4%	9.9%	7.2%
Largo plazo	33.2%	31.2%	29.5%	25.5%	20.1%
Pasivos de inversión directa	8.6%	9.6%	13.4%	17.7%	18.5%

Fuente: Banco Central de Costa Rica

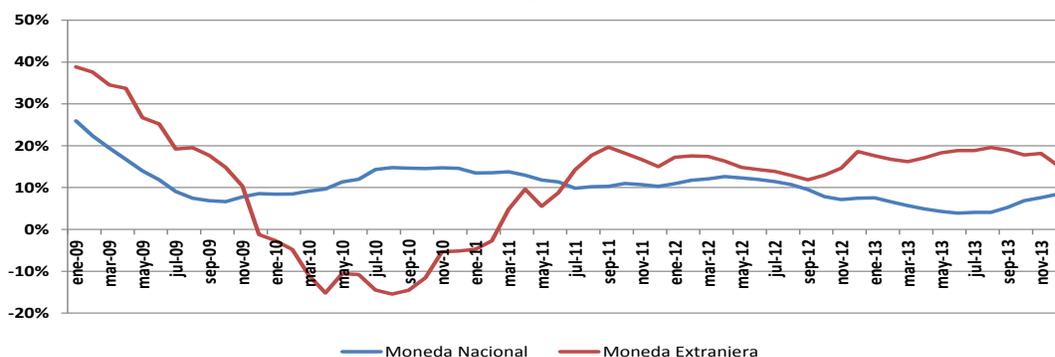
El aumento de Otras Sociedades Depósito, a \$4.874 millones obedece a que el saldo de deuda externa registrado a finales del 2013, ascendió a \$4.874 millones, en contraposición con el saldo observado a finales del 2009 de \$1.693,8 millones, es consecuencia de que las instituciones financieras incrementaron el financiamiento de largo plazo mediante préstamos recibidos del exterior en los últimos cinco años. Al cierre

del 2013, el saldo de deuda externa de corto plazo ascendió a \$2.333 millones, lo cual representó un 31,8% del saldo de RMI con que contó el BCCR a finales del 2013.

Este mayor financiamiento externo que obtienen las instituciones financieras les permitió financiar el crecimiento del crédito al sector privado, principalmente, para financiar la expansión de préstamos al sector privado en moneda extranjera. De hecho, durante el 2013, el crédito al sector privado en moneda extranjera mostró un mayor dinamismo que los préstamos al sector privado en moneda nacional. El saldo de crédito al sector privado en moneda extranjera registró una variación interanual media aproximada del 17% durante el 2013, mientras que los préstamos al sector privado en moneda nacional mostraron una variación interanual aproximada del 6% (gráfico 17).

Otro aspecto que resalta del gráfico 17, es que desde que se amortiguaron los efectos de la Gran Recesión³⁷, producto de las políticas de relajamiento cuantitativo llevadas a cabo por los bancos centrales de las economías desarrolladas, que ocasionaron abundancia de liquidez en los mercados internacionales, se registra un cambio del ritmo de crecimiento interanual del crédito en moneda extranjera. Esto se explica “en gran parte por el acceso de los intermediarios financieros a fondos externos relativamente “baratos”, lo cual fue facilitado por la disminución que experimentaron las tasas de interés internacionales después de la crisis del 2008-2009, ante la política monetaria expansiva aplicada por los países desarrollados para tratar de estimular la actividad económica”³⁸.

Gráfico 17
Costa Rica: Variación interanual del crédito al sector privado según moneda



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR

3. Política monetaria y cambiaria: ante un nuevo escenario global

Del informe de Perspectivas de la economía mundial de abril de 2013, elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), se extrae una importante conclusión de política económica, la cual consiste en que “mientras las expectativas de inflación permanezcan firmemente ancladas, los temores a un elevado nivel de inflación no deberían impedir que las autoridades monetarias apliquen una política monetaria muy laxa”³⁹.

Sin embargo, el mismo estudio señala dos salvedades importantes. La primera es que aunque la inflación sea moderada esto no debe llevar a un banco central a la complacencia, ya que si un banco central tiende a centrarse en que no existen presiones inflacionarias porque su índice de precios al consumidor no muestra cambios, es probable que la inflación se esté canalizando hacia otros precios de la economía, por ejemplo, el precio de los bienes inmobiliarios u otro tipo de activos, los cuales pueden desestabilizar el sistema financiero, y por ende ocasionar un impacto en las potencialidades de crecimiento de una economía. En segundo lugar, un banco central podría enfrentar riesgos en el futuro si deja de aplicar una política monetaria restrictiva para controlar la inflación, ya sea por presión política o por falta de independencia en la formulación de la política. Concretamente, en el afán de reducir el desempleo, puede ocurrir que exista más presión política de la debida o se pierda la independencia, lo que en definitiva hará que un banco central enfrente un desanclaje de las expectativas de inflación.

Es por esta razón, que las actuaciones de los bancos centrales ha sido tan disimiles en los últimos meses. Como se indicó anteriormente, la FED parece estar más dispuesta a recordar las dos salvedades, que sus respectivos pares de Europa y Japón. En ese afán de la FED de evitar una complacencia con los bajos niveles de inflación y recuperar su independencia, es que ha iniciado el retiro del relajamiento cuantitativo, lo cual es un prelude para iniciar con una política monetaria más restrictiva en los próximos meses.

Al momento de escribir esta ponencia, la mayoría de datos macroeconómicos de dos de las economías desarrolladas (Estados Unidos, Inglaterra y parte de la Eurozona) parecen indicar el inicio de un nuevo ciclo económico global, con lo cual, cada vez se reafirma que existen las condiciones para que principalmente los bancos centrales de Estados Unidos e Inglaterra retiren sus políticas monetarias de relajamiento cuantitativo.

Un retiro de las políticas monetarias expansivas en el mundo desarrollado no dejará inmune a las economías de los países emergentes. Las divisas de diferentes países han resentido no solo la implementación de una política monetaria expansiva por parte de la FED, sino que aún no han alcanzado los niveles registrados con anterioridad a la Gran Recesión. Inicialmente, se observa que la mayoría de divisas muestran un proceso de apreciación en un horizonte de cinco años. Esto evidencia el interés de la FED de provocar una depreciación sobre el dólar, posiblemente, como mecanismo complementario para reactivar su economía (cuadro 4).

Una vez que la FED anuncio su intención de retirar el programa de relajamiento cuantitativo, las divisas de los países emergentes mostraron signos de depreciación, principalmente si se observa un horizonte de uno y tres años, pero sin alcanzar, todavía los niveles de cotización que mostraron hace cinco años.

Cuadro 4. Tipos de cambio nominal y variaciones
-moneda nacional por dólar-

	Tipo de cambio al 31/3/2014	Variación porcentual			
		Un mes	Un año	Tres años	Cinco años
Costa Rica	553.63	0,02	9.71	9.38	-2.59
Euro	0.725	0.043	-7.109	2.768	-3.565
Franco suizo	0.883	0.318	-6.943	3.359	-22.463
Libra esterlina	0.601	0.426	-8.715	-3.634	-14.121
Peso chileno	551.09	-1.44	16.719	14.584	-5.246
Peso colombiano	1968.4	-3.898	7.849	5.214	-22.529
Peso mexicano	13.044	-1.521	5.776	9.441	-7.191
Real brasileño	2.264	-2.845	12.005	39.373	-2.016
Yen japonés	103.2	1.16	9.53	24.58	4.84
Yuan chino	6.22	1.17	0.11	-5.06	-9.03

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Nota: +/- significa depreciación/apreciación

Si la FED continúa con su retiro de una política monetaria expansiva es de esperar que las cotizaciones de las divisas de los países emergentes continúen presionadas al alza y que las posibilidades de acceder a las fuentes de financiamiento internacional sean más restrictivas o más onerosas en términos de la tasa de interés a la cual se contrataría.

Ante un escenario de presión sobre la cotización de la paridad dólar colón, es de esperar que la autoridad monetaria tenga que cumplir con su compromiso de intervenir en el mercado cambiario privado ante variaciones violentas en el tipo de cambio.

Los resultados de una simulación de Monte Carlo (ver anexo 1), con los montos anuales esperados de intervención, así como el monto máximo de intervención, muestran que el monto de intervención aumenta conforme la autoridad monetaria tenga un parámetro de variación diaria violenta muy estrecha. En otras palabras, anteriormente se indicó que el BCCR está dispuesto a permitir un grado de volatilidad en el tipo de cambio, pero si esta disposición es que solo se permite leves modificaciones, entonces tendrá que intervenir el mercado cambiario con el uso de sus activos de reserva (cuadro 5).

Cuadro 5. Simulación de montos de intervención según variación violenta

Variación diaria violenta	Volatilidad implícita anual	Monto anual esperado de intervención millones de \$	Monto anual máximo de intervención millones de \$
1.00%	14.90%	6.5	51.9
0.80%	11.87%	37.2	173.1
0.67%	9.94%	98.1	276.9
0.50%	7.42%	283.0	571.1
0.35%	5.20%	604.7	951.8

Fuente: Elaboración propia

Concretamente, si el BCCR considera que variaciones violentas en el tipo de cambio son aquellas que superan una variación diaria de 0,35%, entonces esto implicará que en promedio tenga que presupuestar \$604,7 millones para intervenir en el mercado cambiario⁴⁰, mientras que si permite una mayor volatilidad, es decir, tiene un parámetro más alto de lo que es una variación violenta, entonces implica que los montos de intervención serán menores en el mercado cambiario.

Estos escenarios simulados lo que establecen es que ante un escenario global en que los bancos centrales retiran sus políticas monetarias expansivas podrían implicar los siguientes riesgos para una economía como la costarricense:

1. Riesgo de liquidez. El riesgo de liquidez internacional se puede presentar por tres vías diferentes:
 - a. Riesgo de obtención de financiamiento. Ante una situación donde los flujos de capital se reviertan hacia el exterior desde la economía costarricense, a los agentes económicos se les hará más difícil o imposible la obtención del financiamiento en una divisa como el dólar en el exterior.
 - b. Riesgo de renovación. Si parte de los recursos obtenidos en el exterior de corto plazo se canalizaron en actividades de financiamiento interno de largo plazo, entonces los tomadores de fondos en el exterior encontrarán problemas para renovar dichas posiciones.
 - c. Riesgo de variación de tasas de interés en moneda extranjera. El financiamiento del exterior fue tomado en un período de bajas tasas de interés a nivel internacional; por tanto, si la liquidez internacional se ve recortada es de esperar que el costo de esta liquidez experimente un alza. Por lo tanto, los que tomaron fondos a tasas de interés variables experimentarán un incremento en el costo.

2. Riesgo de exposición cambiaria. Si parte del ajuste de las nuevas condiciones lo absorbe el tipo de cambio, entonces, es de esperar un incremento en el tipo de cambio, con lo cual se afectarán las hojas de balance de los agentes económicos con exposición a variaciones inesperadas en el tipo de cambio.
3. Riesgo de mora e impago. Incrementos en el tipo de cambio inesperados podrían afectar la calidad de crédito de los agentes económicos en caso de que la depreciación amplifique sustancialmente el importe de la deuda en moneda extranjera.

4. Riesgos que enfrenta el BCCR para mantener la estabilidad monetaria y financiera

En la ponencia Principales resultados y limitaciones de la política monetaria y cambiaria en el 2011, preparada para el Decimotavo Informe del Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible, se indicó que los factores de riesgo que enfrenta el BCCR para mantener la estabilidad monetaria son: a) restricción de una economía bimonetaria, b) flujos de capital de corto plazo, c) incertidumbre internacional, d) la situación fiscal del gobierno y e) una inadecuada intervención en el mercado cambiario.

A estos factores de riesgo se agregaron tres más en el Decimonoveno Informe del Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible, correspondiente al 2012: a) la incubación de un déficit cuasifiscal en el balance del BCCR, b) el proceso de revisión del nivel de expectativas de los agentes económicos y c) la aceleración del proceso inflacionario.

Esta ponencia pondera nuevamente los factores de riesgo señalados en las dos ponencias anteriores y concluye que los factores señalados en la ponencia del 2011 se mantienen, mientras que desaparece el factor relacionado con la aceleración del proceso inflacionario mencionado en la ponencia del 2012.

Al momento de escribir esta ponencia, la política monetaria y cambiaria enfrenta un nuevo factor de riesgo producto del nuevo escenario global descrito anteriormente y de la evolución del saldo de deuda externa total de Costa Rica y su efecto sobre el nivel de crédito al sector privado en moneda extranjera. Este nuevo factor de riesgo es la imposibilidad de lograr uno de los objetivos subsidiarios encomendados a la autoridad monetaria, la estabilidad financiera, y que por ende, impacte en el otro objetivo subsidiario, el crecimiento.

Riesgos de la política monetaria en el contexto actual

Por tanto en el contexto actual, estos riesgos podrían impactar como se describen a continuación:

1. Restricción de una economía bimonetaria. Dado que el crédito al sector privado ha aumentado el uso de préstamos denominados en moneda extranjera, durante el 2013, un choque adverso en la economía, provocaría que el tipo de cambio aumente, y por ende repercutir en las hojas de balance del sector privado y someter a la economía a tensiones y efectos no deseados sobre el nivel de producto. Asimismo, podría provocar el uso del índice de incidencia y por ende afectar la evolución de los precios domésticos.
2. Flujos de capital de corto plazo. La menor diferencia entre las tasas de interés domésticas versus las tasas de interés internacionales, en un escenario en que estas las tasas de interés internacionales de corto plazo enfrenten una presión al alza, podría provocar una salida de flujos de capital de corto plazo, que conllevarían a presiones sobre el mercado cambiario, que obligarían al BCCR a intervenir en dicho mercado, pero por más intervención el mismo Banco Central ha externado que no modificará la tendencia de mediano y largo plazo, lo cual indudablemente, repercutirá en las hojas de balance del sector privado.
3. Ante un escenario de eliminación de las políticas de relajamiento cuantitativo de las economías desarrolladas y dado que el tipo de cambio se encuentra dentro de los límites de las bandas, el tipo de cambio experimentará una presión a subir, y por ende repercutirá en las hojas de balance del sector privado y presionará los activos de reserva del BCCR, de conformidad con los esquemas de intervención anunciados.
4. Situación fiscal del gobierno central. La persistencia del déficit fiscal podría aumentar la carga de la deuda pública con respecto al nivel de producto y derivar en una presión de demanda interna que podría desembocar en una modificación en la senda de inflación y sus consecuentes efectos reales sobre la economía.
5. Exceso de intervención en el mercado cambiario. Las intervenciones del BCCR en el mercado cambiario podrían estar sujetas a errores⁴¹ por parte de los responsables de la política, por tanto, las intervenciones en dicho mercado podrían ocasionar efectos no deseados sobre los precios internos, el tipo de cambio y el nivel de producto.
6. Incubación de un déficit cuasifiscal en el BCCR. De mantenerse la necesidad de esterilización por parte de la autoridad monetaria, para evitar presiones sobre el mercado cambiario, es de esperar un deterioro en el nivel de pérdidas del BCCR, y por ende, afectar su compromiso de mantener restringida la fuente de emisión de dinero, lo que indudablemente afectará la senda de inflación de mediano y largo plazo.

7. Revisión del nivel de expectativas por parte de los agentes económicos. Si se generan persistentes presiones sobre el mercado cambiario privado y las intervenciones realizadas por el BCCR no logran atenuar dichas presiones, los agentes económicos percibirán como no creíble el rango meta de objetivo inflacionario anunciado por la autoridad monetaria, y por ende, esperarán en el futuro un cambio en la senda de expectativas de inflación.
8. Disrupciones en la estabilidad financiera. Una disrupción en la estabilidad financiera, producto de un deterioro de la calidad de activos del sistema financiero, ocasionaría que el sistema financiero no tenga la capacidad de proveer servicios de pagos o de asignar fondos para la inversión productiva, con lo cual, se reducirían las capacidades de crecimiento de la economía costarricense.

5. Conclusiones

Durante el 2013 se observó el cumplimiento del objetivo inflacionario establecido por el Banco Central de Costa Rica (BCCR), sin embargo, en el primer trimestre del 2014, la subida del tipo de cambio modificó las expectativas de inflación de los agentes económicos, a pesar de que para este año la meta de inflación fue reducida en un punto porcentual.

Como se mostró el tipo de cambio empezó a cotizar dentro de los parámetros de la banda cambiaria, lo cual prácticamente ha eliminado el problema de la imposibilidad de la santísima trinidad y permite al BCCR la transición hacia un régimen de flotación administrada sin ruta previamente definida.

Al existir volatilidad en materia del tipo de cambio, la carga del ajuste es asumida por el tipo de cambio, complementado con el uso de los activos de reserva del Banco Central, con el propósito de no comprometer el rango de meta inflacionario. Las tasas de interés complementarán el ajuste pero en menor medida que en años anteriores.

El nuevo contexto internacional se centra en los anuncios de los retiros de los estímulos monetarios de los bancos centrales de las economías desarrolladas, aspecto de vital importancia para la economía costarricense. La economía costarricense utilizó las fuentes de financiamiento baratas que surgieron de los programas de relajamiento cuantitativo de las economías desarrolladas.

Ante un escenario donde la liquidez internacional será menor y probablemente a un mayor costo, cobra relevancia el incremento de los saldos de deuda externa de los diferentes agentes costarricenses, especialmente del Gobierno Central y de los intermediarios financieros. El Gobierno Central utilizó los recursos para financiar su déficit fiscal, mientras que los intermediarios financieros para financiar el incremento de los préstamos al sector privado en moneda extranjera.

Por último, en dicho contexto aumentan los factores de riesgo que enfrenta el BCCR para mantener la estabilidad monetaria. Dentro de estos factores se encuentran: a) la

restricción de una economía bimonetaria, b) existencia de flujos de capital de corto plazo, c) incertidumbre internacional, d) la situación fiscal del gobierno, e) una inadecuada intervención en el mercado cambiario, f) la incubación de un déficit cuasifiscal en el balance del BCCR, g) la revisión del nivel de expectativas por parte de los agentes económicos y h) disrupciones en la estabilidad financiera.

Referencias bibliográficas

Appleyard, D. y Field, A. Economía Internacional. Irwin, Madrid, España, 1995.

Argandoña, A., Gámez, C y Mochón, F. Macroeconomía Avanzada I Modelos dinámicos y teoría de la política económica. McGraw-Hill, Madrid, España, 1996.

Banco Central de Costa Rica, División Económica. Octubre 2012. Informe de Inflación Setiembre 2012. San José, Costa Rica.

Banco Central de Costa Rica, División Económica. Junio 2013. Informe de Inflación Julio 2013. San José, Costa Rica.

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

Banco Central de Costa Rica. Enero 2012. Programa Macroeconómico 2012-13. San José, Costa Rica.

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

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

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

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Dolarización financiera: La agenda política, Lima, Perú, Julio 2006.

Barro, R. Macroeconomía. Nueva Editorial Interamericana, México D.F., México, 1986.

Barro, R., Grilli, V. y Febrero, R. Macroeconomía. Teoría y Política. McGraw-Hill, Madrid, España, 1997.

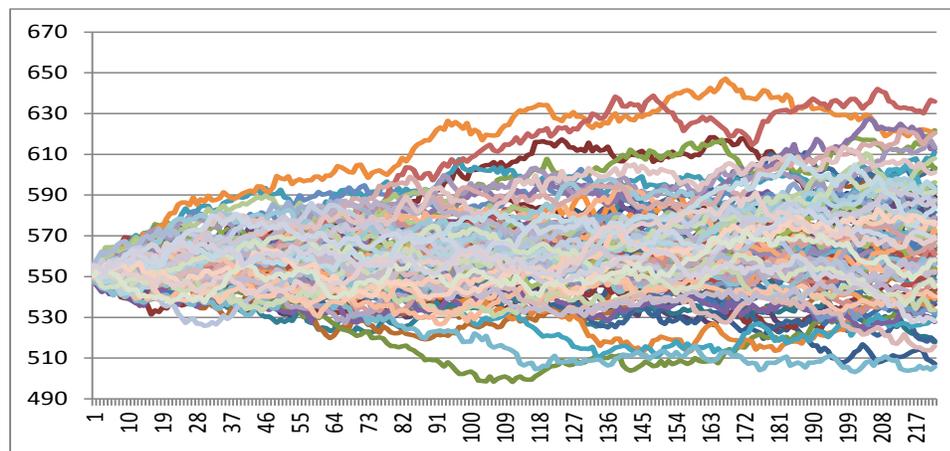
- Castro, I. Principales resultados y limitaciones de la política monetaria y cambiaria en el 2011. Ponencia preparada para el Decimooctavo Informe Estado de la Nación 2011. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica, 2012.
- Castro, I. Principales resultados y limitaciones de la política monetaria 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.
- Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). El Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos. Reuniones y Seminarios, México, 1980.
- Edwards, S. La Situación Macroeconómica en Guatemala: Evaluación y Recomendaciones sobre Política Monetaria y Cambiaria. Publicado en Banco Central de Guatemala, 2000.
- Fondo Monetario Internacional, Abril 2013. Perspectivas de la economía mundial, Washington, DC, Estados Unidos.
- Hayat, S. y San Millán, A. Finanzas con Excel. McGraw-Hill, Madrid, España, 2001.
- Kozikowski, Z. Finanzas internacionales. Segunda edición, McGraw-Hill, México D.F., México, 2007.
- LeRoy, R. y Pulsinelli, R. Moneda y banca. McGraw-Hill, Santafé de Bogotá, Colombia, 1992.
- Marín, J. y Rubio, G. Economía financiera. Antoni Bosch editor. Barcelona, España, 2001.
- Mishkin, F. Moneda, banca y mercados financieros. Pearson Educación de México, S.A. Estado de México, México, 2008.
- Morandé, F. y Tapía, M. Política cambiaria en Chile: El abandono de la banda y la experiencia de flotación. En Economía chilena, Banco Central de Chile, Departamento de Publicaciones, Volumen 5, No. 3, Diciembre 2002.
- Oliver, M. El fenómeno de la innovación financiera: la experiencia española. Ariel Economía, Barcelona, España, 1996.
- Samuelson, P y Nordhaus, W. Economía. McGraw-Hill, Duodécima Edición, México D.F., México, 1989.

Anexos

ANEXO 1

Para llevar a cabo el procedimiento de Simulación de Monte Carlo, se utilizó el siguiente algoritmo:

1. Se supuso que el tipo de cambio sigue un movimiento geométrico browniano.
2. Se generaron 10.000 sendas diarias para el tipo de cambio, en un horizonte de un año. Se supuso que un año tiene 222 días de negociación.
3. No se permitió que ninguna senda se ubicase por debajo de 500, pues este es el límite inferior de la banda cambiaria.
4. Se calculó la variación diaria para cada una de las sendas.
5. En función de un nivel de variación violenta, se supuso la intervención por parte de la autoridad monetaria. Tal suposición es que el monto de intervención es igual al monto promedio de intervención registrado en el primer cuatrimestre del 2014.
6. En el siguiente gráfico se puede observar las primeras 100 sendas simuladas⁴².



El código del algoritmo programado en MatLab⁴³ es el siguiente:

```
A=xlsread('Ruta donde se ubica el archivo de Microsoft Excel');
%Se carga la serie de tiempo del tipo de cambio

VPD=log(A(2:end)./A(1:end-1));
%Se calcula la Variación Porcentual Diaria (VPD) del Tipo de Cambio

r=0.0475;
%El valor de r corresponde a la actual Tasa de Política Monetaria (TPM)

r1=r/365;
%Se pasa de una tasa de interés anual a una tasa de interés diaria.
```

```

r2=2*log(1+r1/2);
%Se ajusta a tasa de interés continuo

volatilidad=std(VPD);
%Se calcula la volatilidad del vector VPD

Escenarios=10000;
%Número de escenarios en los que se proyecta el tipo de cambio

TCE=zeros(221,Escenarios);
%Se crea una matriz de ceros en la que se almacenará los tipos de cambio esperados

%Se obtienen los tipos de cambios esperados, y se ajusta por el piso de la banda cambiaria
for k=1:Escenarios
    TCE(1,k)=A(2732);
    for i=1:220
        TCE(i+1,k)=TCE(i,k)*exp(r2-(volatilidad^2)/2 + volatilidad*normrnd(0,1));
        if TCE(i+1,k)<500;
            TCE(i+1,k)=500;
        end
    end
end

VPDE=log(TCE(2:end,:)./TCE(1:end-1,:));
%Se obtiene la variación porcentual diaria esperada

MPI=17.30625;
%Dato promedio de intervención diaria realizada en el 2014

VD=0.005;
%Dato estudiado de volatilidad diaria

VA=sqrt(220)*VD;
%Ajuste a la volatilidad diaria estudiada para expresarla en términos anuales

MEI=zeros(220,Escenarios);
%Se crea una matriz de ceros en la que se almacenará el Monto Esperado de Intervención (MEI)

%Se obtienen los MEI
for k=1:Escenarios
    for i=1:220
        if VPDE(i,k)>VD;
            MEI(i,k)=MPI;
        end
    end
end

MEIA=sum(MEI);
%Se obtiene el Monto Esperado de Intervención Anual (MEIA)

MEIAP=mean(MEIA);
%Se obtiene el Monto Esperado de Intervención Anual Promedio (MEIAP)

MEIAM=max(MEIA);
%Se obtiene el Monto Esperado de Intervención Anual Máximo (MEIAM)

Resultado=[VD VA MEIAP MEIAM]
%Vector con resultado de simulación

```

Anexo 2

Reporte sobre la frontera de la información

Para atender la interrogante respecto a la cuantificación del peso de los factores que inciden en el nivel de inflación, se quiso utilizar un modelo econométrico que estima una curva de Phillips basada en el desempleo que incorpora parámetros que varían en el tiempo. Pero la serie de tasa de desempleo trimestral es muy corta, pues los datos trimestrales se empezaron a publicar a finales del 2010.

Tema/ variable	Institución/ Departamento	Tipo de dificultad enfrentado	Observación/sugerencia
Datos de desempleo	INEC/BCCR	No disponible No comparable con otros años Limitación por cantidad de datos	No hay sugerencia No hay sugerencia Esperar un tiempo para contar con una serie de datos más prolongada

Notas

¹ Medida a través de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

² Medida a través del Índice Subyacente de Inflación (ISI), el cual muestra la tendencia subyacente de la inflación y captura el movimiento más permanente del nivel general de precios, aislando las variaciones en precios relativos. O medida por la Inflación de Media Truncada (IMT), indicador de inflación subyacente que busca eliminar el efecto distorsionador que volatilidades extremas en los precios de los bienes tienen sobre la medida de la inflación.

³ El BCCR estableció para el 2014 una meta de inflación de 4% y señaló que esta meta “es congruente con el compromiso de buscar, en el mediano plazo, la convergencia de la inflación local hacia la de los principales socios comerciales (estimada en 3% para el mediano plazo)”. Ver BCCR Programa Macroeconómico 2014-15, página 23.

⁴ Ver BCCR (2012), Informe de Inflación Junio 2013, página 29.

⁵ Ver Mishkin (2008), página 386.

⁶ Ver Mishkin (2008), página 386.

⁷ En sesión 5499-2011 del 1° de junio del 2011, la Junta Directiva del BCCR aprobó la nueva estrategia de control monetario para consolidar la TPM como el principal instrumento de su política.

⁸ Servicio provisto por el BCCR, a partir de agosto del 2009, que opera sobre la plataforma del Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (SINPE), en el que participan los regulados de SUGEF, SUGIVAL, SUPEN y SUGESE, así como el BCCR, para administrar sus posiciones de liquidez de corto plazo.

⁹ La esterilización consiste en un proceso mediante el cual un banco central recoge liquidez del sistema financiero, generalmente implica la venta de bonos emitidos por él mismo o por la tesorería nacional, los cuales entrega a cambio de efectivo.

¹⁰ Ver BCCR Programa Macroeconómico 2014-15, página 19.

¹¹ Estas variaciones se calculan a partir del tercer trimestre del 2010, pues es a partir de este periodo que se cuenta con información trimestral del mercado laboral costarricense.

¹² Este índice consiste en la capacidad de una “empresa de transmitir al cliente las variaciones de los tipos de cambio” a los precios de los bienes deseados y comprados por los clientes, Ver Kozikowski (2007), página 402.

¹³ Este aspecto se puede atribuir a que los agentes económicos le atribuyeron un aspecto menos temporal al incremento de la inflación observado en los primeros meses de 2013.

¹⁴ En BCCR, Programa Macroeconómico 2013-14, página 5, se señaló que el BCCR mantendría en el corto plazo el compromiso con los parámetros de la banda cambiaria, pero reconoció que este compromiso limitaría la eficacia de la política monetaria.

¹⁵ El MONEX es una plataforma de negociación, propiedad del BCCR, en la cual se pueden negociar divisas entre los intermediarios cambiarios; y entre estos y las personas físicas o jurídicas que demandan u ofertan divisas.

¹⁶ De junio 2012 a diciembre 2013 (15 meses), el tipo de cambio se mantuvo cercano al límite inferior de la banda cambiaria, aspecto que generó un sentimiento de estabilidad cambiaria en los agentes económicos.

¹⁷ El presidente de la FED declaró el 22 de mayo del 2013 ante el Congreso de los Estados Unidos, que la institución estaba analizando el retiro del estímulo monetario. Posteriormente, la FED comunicó tres retiros, el 18 de diciembre de 2013, el 29 de enero de 2014 y el 19 de marzo de 2014. Cada retiro monetario ha consistido en reducir en \$10.000 millones el programa de compra de activos financieros al sector financiero, inicialmente en \$85.000 millones, por parte del banco central de los Estados Unidos.

¹⁸ Esta conclusión se extrae a partir del análisis de los datos públicos por la SUGEVAL, referente al saldo de activo neto administrado por los fondos de inversión del mercado de dinero, en su página web www.sugeval.fi.cr.

¹⁹ En BCCR, Programa Macroeconómico 2014-15, página 6, se señala que el “Banco Central mantendrá el compromiso con los parámetros de la banda cambiaria, hasta tanto se den las condiciones para sustituir este esquema por uno de flotación”.

²⁰ Ver comunicado de prensa del BCCR, La intervención cambiaria del Banco Central por fluctuaciones violentas del tipo de cambio, del 17 de febrero de 2014.

²¹ Ver comunicado de prensa del BCCR, El Banco Central amplía sus políticas de intervención cambiaria, del 12 de marzo de 2014.

²² Ver comunicado de prensa del BCCR, La intervención cambiaria del Banco Central por fluctuaciones violentas del tipo de cambio, del 17 de febrero de 2014.

²³ Ver comunicado de prensa del BCCR, El Banco Central amplía sus políticas de intervención cambiaria, del 12 de marzo de 2014.

²⁴ Ver Mishkin (2008), página 466.

²⁵ Este término “se le atribuye al prominente economista italiano Tommaso Padoa-Schioppa. Ver Edwards (2000), página 17.

²⁶ Ver Edwards (2000), página 5.

²⁷ Ver Kozikowski (2007), página 402

²⁸ Ver Castro (2012), página 27-28.

²⁹ Ver BCCR Programa Macroeconómico 2014-15, página 6.

³⁰ 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, correspondientes a los plazos entre 150 y 210 días. Este promedio se redondea al veinteavo de punto porcentual más cercano.

³¹ Esta “describe la evolución de los tipos de interés en función de su vencimiento” (página 61, Marín y Rubio). Existen diversos métodos econométricos y no econométricos para aproximar una ETTI, en este estudio se realiza una aproximación logarítmica con las tasas de interés reportadas para los depósitos de Central Directo.

³² Es una plataforma de negocios del BCCR que opera sobre Internet, por medio de la cual la autoridad monetaria mantiene una relación directa con sus clientes (participantes), una de estas relaciones es la captación de fondos.

³³ Este monto captado corresponde a la tercera emisión llevada a cabo por el Ministerio de Hacienda al amparo de la Ley No. 9070 Emisión de Títulos Valores en el Mercado Internacional.

³⁴ Incluso el mercado cambiario privado, al momento de escribir esta ponencia, tampoco había incorporado una potencial mayor oferta de divisas por parte del Gobierno Central, producto del uso de los recursos captados en el mercado internacional

³⁵ Estas sociedades corresponden en su mayoría a instituciones financieras reguladas por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF)

³⁶ Durante este mismo periodo, el Instituto Costarricense de Electricidad emitió a nivel internacional \$500 millones, la Refinadora de Petróleo Costarricense colocó \$200 millones, el Banco de Costa Rica un total de \$500 millones y anunció otros \$500 millones para el 2014, mientras que el Banco Nacional de Costa Rica emitió \$1.000 millones.

³⁷ Se entiende por Gran Recesión, la contracción a nivel mundial que se ocasiona por la crisis financiera internacional registrada en el 2008-2009.

³⁸ Ver BCCR (2014), Informe de Inflación Marzo 2014, página 43.

³⁹ Ver FMI (2013), Perspectivas de la economía mundial, página 99.

⁴⁰ Para el ejercicio de simulación se supuso que el monto de intervención es igual al monto promedio de uso de activos de reserva que ha utilizado el BCCR en el primer cuatrimestre del 2014.

⁴¹ Este tipo de errores consisten en llevar a cabo una menor intervención de la requerida o por el contrario exagerar en el monto de intervención. Adicionalmente, en modificar la tendencia de largo plazo en virtud de los estudios técnicos del BCCR, cuando el mercado busca una senda diferente.

⁴² Se muestran parcialmente, pues con la herramienta de gráficos de Excel es imposible mostrar la totalidad de la simulación

⁴³ Este es un paquete de lenguajes de computación técnica de alto nivel, los cuales pueden ser utilizados para el desarrollo de algoritmos, visualización de datos y cálculo numérico.