



DECIMOSEXTO INFORME ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO HUMANO SOSTENIBLE

Informe Final

Sostenibilidad del nivel de inflación del 2009 y desafíos de la política monetaria en los próximos años

Investigador:
Pablo Villamichel Morales, MSc.



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 Decimocuarto Informe sobre el Estado de la Nación en el tema respectivo, debido a revisiones posteriores y consultas. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Índice

Abstract	1
Descriptores:	1
Introducción	1
Determinantes de la Inflación durante 2009	4
Entorno Internacional	4
Desempeño de la Economía Costarricense	5
Actividad Económica y Balanza de Pagos	5
Crédito, Agregados Monetarios y Tasas de Interés	7
Inflación y Tipo de Cambio	11
Resumen de los Determinantes de la Inflación durante 2009	14
Modificaciones al Esquema de Política Monetaria y Cambiaria en Costa Rica	14
Mini Devaluaciones	15
Bandas Cambiarias	16
Reseña sobre Dolarización de Juris	17
Retos e Instrumentos de Política Monetaria en el Esquema de Metas de Inflación	19
Dualidad Monetaria	20
Patrimonio del Banco Central de Costa Rica	24
Conclusiones y Recomendaciones	25
Glosario	28
Bibliografía	29
Dificultades en la Investigación	31

Índice Cuadros y Gráficos

Cuadro 1 Variación Real Producto Interno Bruto Real	6
Cuadro 2 Balanza de Pagos	6
Cuadro 3 Inflación y Tipo de Cambio	11
Gráfico 1 Costa Rica: Inflación Interanual	2
Gráfico 2 Mundo: Crecimiento anual del PIB	5
Gráfico 3 Mundo: Inflación Interanual	5
Gráfico 4 Crédito Interno del Sistema Financiero por Sector	8
Gráfico 5 Crédito Interno por moneda del Sistema Bancario	8
Gráfico 6 Liquidez del Sistema Bancario Nacional por Moneda	9
Gráfico 7 Liquidez del Sistema Bancario Nacional por Moneda	9
Gráfico 8 Sistema Bancario Nacional: Relación de Activos y Pasivos con Clientes	10
Gráfico 9 Sistema Cambiario Nacional: Posición Cambiaria	10
Gráfico 10 Precio Internacional del Petróleo	12
Gráfico 11 Costa Rica: Tipo de Cambio	12
Gráfico 12 Economías Latinoamericanas Dolarizadas: Inflación Interanual	19
Gráfico 13 RMI del SBN y Liquidez del SBN en Moneda Extranjera	21
Gráfico 14 RMI del SBN como porcentaje de la Liquidez del SBN en Moneda Extranjera	21
Gráfico 15 Perú: Inflación y Devaluación Anual	23
Gráfico 15 Capital del Banco Central de Costa Rica	24

Abstract

La reducción de la inflación a niveles históricamente bajos durante 2009 fue el resultado de la combinación de los efectos transitorios de la coyuntura económica internacional y las acciones para la implementación de un esquema de metas de inflación. Por lo que se espera que la inflación vuelva acelerarse en la medida que el entorno internacional se estabilice. La efectividad de esta nueva metodología de políticas monetarias para reducir permanentemente la inflación se ve afectada por los efectos de la dualidad monetaria y la descapitalización del Banco Central de Costa Rica.

El uso generalizado del dólar se originó en la crisis de la década de los ochenta y se arraigó por las ventajas que le concede la regulación por encima de la propia moneda nacional. La teoría sobre los efectos de la coexistencia de dos monedas sobre la capacidad de hacer política monetaria en un esquema de metas de inflación no es concluyente, pero la experiencia en países con similares condiciones muestra que sí puede ser efectiva si se toman las medidas para administrar los agregados monetarios en dólares por medio de intervenciones puntuales en el mercado cambiario y la participación activa en el mercado de dinero en esta moneda.

El faltante de capital del Banco Central de Costa Rica provoca que cuando sucedan eventos adversos que incrementen las pérdidas, estas no puedan ser absorbidas por su balance y se vea obligado a cubrirlas con mayor emisión o introducción de costos al sistema financiero.

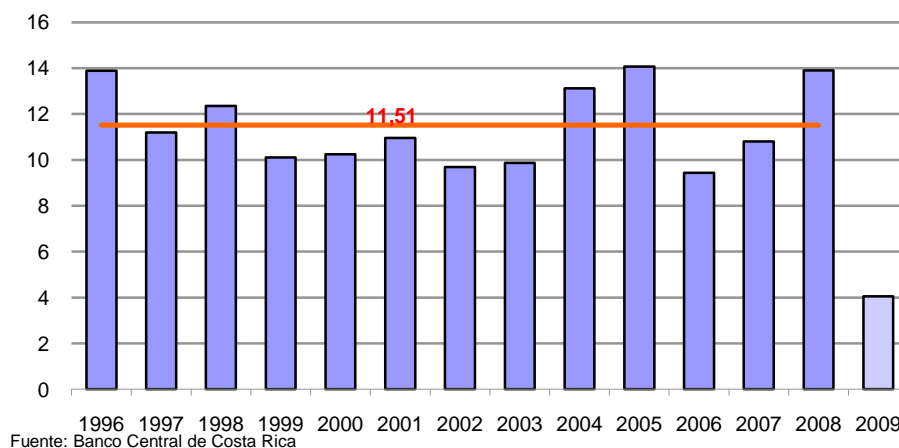
Descriptores

Agregados Monetarios, Bienes no transables, Bienes transables, Encaje mínimo legal, Inflación, Mercado de Monedas Extranjeras, Tasa Básica Pasiva, Producto Interno Bruto.

Introducción

En 2009 la inflación en Costa Rica fue de 4%, un nivel inesperadamente menor a su promedio histórico. Este resultado es notable por la persistencia que ha mostrado la inflación elevada desde inicios de la década de los ochenta e invita al estudio de las circunstancias que llevaron a esta reducción y de las condiciones que permitirían la consolidación de la inflación en torno a este nivel en el largo plazo.

Gráfico 1
Costa Rica: Inflación Interanual. 2009
(%)



Fuente: Banco Central

El fenómeno de la inflación se define como el crecimiento sostenido y generalizado de los precios. Se sustenta en que el aumento de la cantidad de dinero que crónicamente sobrepasa al ritmo de crecimiento de la economía o, lo que es lo mismo, la inflación es el resultado de crecimiento del dinero más rápidamente que la necesidad del mismo. El continuo aumento de los precios afecta la distribución de la riqueza, en la medida que los extractos más pobres de la sociedad no tienen la posibilidad de ajustar sus ingresos de la misma forma que los productores. Además, distorsiona las decisiones de inversión y de consumo que reducen el crecimiento de la economía en el largo plazo

La inflación es un concepto subjetivo debido a que cada agente económico enfrenta cambios de los precios de acuerdo al valor de su canasta de consumo particular. Las autoridades económicas utilizan el Índice de Precios al Consumidor (IPC) como medida objetiva, la cual compara los precios de la canasta promedio de bienes y servicios que consumen los habitantes¹. Este no es un indicador infalible porque no distingue los efectos de los cambios en precios relativos en el nivel de precios. Se han hecho esfuerzos para perfeccionar un indicador más preciso², pero las mejoras técnicas que se han alcanzado con indicadores alternativos tienen el inconveniente de ser más abstractos y difíciles de interpretar por la población.

En grandes rasgos, el nivel general de precios en un país pequeño y abierto –como Costa Rica– es alterado por las percepciones y expectativas que tengan los agentes económicos respecto al ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero, las variaciones del tipo de cambio, la tasa de crecimiento de la economía, los cambios en la cantidad

¹ La composición de la canasta se define por medio de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares que realiza el Instituto Nacional de Estadística y Censos. La última actualización fue en el año 2004.

² Uno de ellos es el Índice Subyacente de Inflación (ISI), que elimina el efecto de los precios de bienes más volátiles sujetos a oscilaciones de oferta y demanda. Ver también: Monge 2010, el cual muestra la aplicación de medias truncadas como una alternativa de medición de inflación que progresivamente elimina los precios con cambios extremos y concluye que para el año 2009 la disminución de la inflación no es atribuible a un grupo reducido de productos.

de transacciones que se realizan en un período de tiempo³ y la variación de los precios internacionales de los bienes transables. Estos últimos son los bienes cuyos precios son determinados internacionalmente y que tienen a particularidad que las variaciones de sus precios no pueden ser contrarrestadas por políticas económicas locales, debido a que la oferta o demanda de un país pequeño no afecta su precio.

En los años 2008 y 2009 se conjugaron varios de estos factores con el proceso de transición hacia nueva metodología de instrumentalización de la política monetaria por iniciativa del Banco Central de Costa Rica, que en conjunto moderaron la inflación. Algunos de estos factores son transitorios, en tanto que de otros se pueden esperar efectos más persistentes. Esta distinción es vital para determinar si efectivamente se está atravesando un período de inflexión del comportamiento de inflación de largo plazo o si por el contrario es de esperar que el ritmo de inflación regrese a niveles cercanos a su promedio histórico. En cualquiera que sea el caso, este informe busca identificar las oportunidades coyunturales que están latentes y que pueden ser aprovechadas en el diseño de las nuevas herramientas de política monetaria.

En adición al cambiante entorno económico, el sistema monetario costarricense cuenta con dos características estructurales que han condicionado el comportamiento de la inflación. La primera es la descapitalización del Banco Central de Costa Rica, que obliga a la autoridad monetaria a mantener más pasivos en su balance para compensar el hecho de no contar con un monto de capital apropiado. La segunda es la dualidad monetaria, que surge de la coexistencia del colón y el dólar como monedas sustitutas entre sí, que reduce el ámbito de acción de las herramientas que tienen la autoridad monetaria principalmente en colones. El Banco Central de Costa Rica puede afectar la cantidad de dinero y las tasas de interés en colones, pero con la cuenta de capital abierta no puede controlar la cantidad de dólares que ingresan a la economía y no puede definir las tasas internacionales en dólares. Esta dualidad surgió originalmente de eventos históricos, pero se ha reforzado por ventajas regulatorias que se le han otorgado a la creación de activos en dólares.

Este informe tiene como objetivos, analizar el impacto de coyuntura económica sobre el comportamiento de los precios del 2009, determinar si estos impactos son transitorios o permanentes, describir la transición de la política monetaria durante la implementación del esquema de metas de inflación, analizar el impacto que tuvieron los cambios que realizó el Banco Central sobre el resultado de la inflación del 2009 y describir los retos estructurales que tiene el Banco Central de Costa Rica para consolidar la efectividad de este nuevo esquema.

En la primera parte del informe se describe el comportamiento reciente de entorno económico, local e internacional, y analiza como contribuyó al resultado de inflación. En el segundo segmento se hace un recuento de las ventajas y limitaciones de los esquemas monetario y cambiario que se han utilizado desde inicios de los ochenta hasta la actualidad. En el tercer segmento se analizan los retos estructurales e instrumentos que tiene el Banco Central de Costa Rica para la implementación

³ Este concepto es conocido también como la velocidad promedio del dinero en la economía

definitiva de un esquema de metas de inflación con un tipo de cambio flotante, tomando en cuenta las experiencias internacionales relevantes. Por último se desglosan las conclusiones y se ofrecen algunas recomendaciones.

Determinantes de la Inflación durante 2009

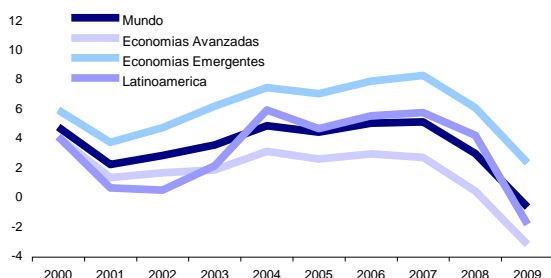
El rasgo distintivo de los últimos dos años fue la culminación del ciclo expansivo internacional asociado a la burbuja hipotecaria y financiera en los EEUU, que durante el 2008 se deterioró hasta alcanzar la crisis económica más aguda desde la gran depresión de la década de los treinta. Esto repercutió en la actividad económica e inflación a escala mundial por medio de canales de transmisión comerciales y financieros. La magnitud de esta crisis se puede poner en perspectiva al ver que el resultado global de producción mostró una contracción de 0.6% en 2009. Este apartado inicialmente revisará los hechos estilizados del desempeño de la economía mundial, para luego describir su impacto a nivel local.

Entorno Internacional

El detonante de la recesión entre 2008 y 2009 fue la pérdida de valor de instrumentos financieros sofisticados que se desarrollaron y expandieron por varios años en los EEUU sin una adecuada supervisión y sin que se reconociera hasta ese momento el riesgo sistémico que se estaba gestando. El advenimiento de la crisis provocó una acentuada aversión al riesgo, menores utilidades empresariales, aumento del desempleo y la reducción del valor del colateral disponible como garantía prenda; lo que restringió el acceso a crédito de manera generalizada. Con esto se entró en una espiral descendente al reducirse la capacidad de consumo e inversión, profundizando la crisis que culminó con una contracción de la actividad económica, el empleo y el valor de las inversiones. La riqueza financiera norteamericana se redujo un 50% entre Enero de 2007 y Marzo de 2009, medida por medio del índice accionario S&P500.

Con el principal motor del consumo global en problemas, la actividad económica del resto del mundo también se desaceleró como se observa en el Gráfico 2. La menor demanda por exportaciones, así como la reducción los flujos internacionales de capital canalizaron los desbalances de los países desarrollados a los países emergentes, pese a que estos últimos no tenían exposiciones directas a la crisis financiera.

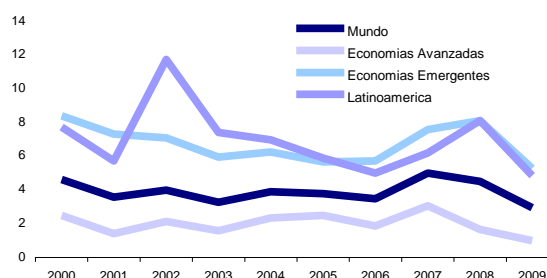
Gráfico 2
Mundo: Crecimiento anual del PIB
(Agrupaciones seleccionadas, %)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Database, Abril 2009.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, 2009

Gráfico 3
Mundo: Inflación Interanual
(Agrupaciones seleccionadas, %)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Database, Abril 2009.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, 2009

La reducción en la demanda, las menores expectativas de crecimiento, la disponibilidad de inventarios y la amplia capacidad instalada contribuyeron a la disminución de las presiones inflacionarias en todas las latitudes, en la medida que las empresas buscaban reducir sus costos y deshacerse de existencias. Esta sincronía se observa en el Gráfico 3. Dentro de los precios internacionales que siguieron este comportamiento se debe mencionar a los metales, los alimentos y en particular el precio del petróleo, que se redujo un 40% en 2009 tras varios años de mostrar una tendencia continua de incremento.

En resumen, durante 2009 la economía mundial experimentó una reducción de la inflación como resultado de la desaceleración global de la actividad económica. Como toda crisis, esta es transitoria, lo que ha generalizado la visión de que tanto la actividad y la inflación internacional aumenten en el mediano plazo, cuando los desequilibrios financieros sean corregidos.

Desempeño de la Economía Costarricense

Actividad Económica y Balanza de Pagos

No es de extrañar que debido al elevado grado de integración de la economía costarricense al comercio internacional, fueran las exportaciones el principal canal por medio de las cuales la desaceleración global se manifestó localmente. Como se puede ver en el Cuadro 1, durante 2009 las exportaciones de bienes y servicios se redujeron un 6% en términos reales. Las expectativas de que estas condiciones de demanda internacional se mantuvieran impactaron negativamente la formación bruta de capital y la variación de existencias, que cayeron 12% y 162% en términos reales, respectivamente.

Cuadro 1
Variación Real Producto Interno Bruto Real
(Componentes del gasto, %). 2009

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Producto Interno Bruto	1.8%	1.1%	2.9%	6.4%	4.3%	5.9%	8.8%	7.9%	2.8%	-1.1%
Consumo Privado	1.0%	1.2%	3.1%	3.2%	3.1%	4.4%	5.7%	7.5%	3.9%	1.6%
Gasto de Gobierno	1.4%	3.6%	2.3%	-0.3%	1.3%	0.2%	2.9%	2.3%	4.3%	6.4%
Formación bruta de capital fijo	-0.9%	2.6%	6.6%	7.2%	-0.5%	4.3%	10.8%	18.2%	9.9%	-12.1%
Variación de existencias	2.5%	-207.2%	35.0%	-78.5%	366.2%	57.8%	27.7%	-74.6%	163.0%	-161.8%
Exportaciones de bienes y servicios	-0.3%	-9.6%	3.6%	12.1%	8.2%	12.8%	10.3%	9.9%	-1.7%	-6.4%
Importaciones de bienes y servicios	-2.6%	1.3%	6.9%	0.9%	9.1%	12.4%	8.1%	4.3%	6.3%	-16.7%

Fuente: Banco central de Costa Rica

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Paralelamente se registró una contracción de las importaciones de bienes y servicios que contrarrestó el efecto de la disminución de las exportaciones. La combinación del comportamiento de las exportaciones e importaciones de bienes implicó la reducción del déficit de la balanza comercial, que pasó de \$5,868MM en 2008 a \$2,606MM en 2009. La balanza de servicios se mantuvo relativamente estable y positiva en torno a los \$2,200 MM. Con lo cual la el resultado de la cuenta corriente se redujo de un déficit de \$2,754MM en 2008 a un déficit de \$643MM en 2009. Con esta mejora se pudo cubrir las reducciones de Inversión Extranjera Directa y de Inversión de Cartera de la Balanza de Capital y Financiera por un total combinado de \$1,775MM e incluso permitir un aumento de la Reservas Monetarias Internacionales de \$267MM, que de nuevo superaron los \$4,000MM. Este es un resultado que sorprende, ya que pese al severo “shock” externo, la economía recibió más divisas de las que tuvo que pagar.

Cuadro 2
Balanza de Pagos
(millones de dólares). 2009

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Cuenta corriente	-690.7	-602.9	-856.9	-880.0	-791.5	-981.0	-1,022.6	-1,646.4	-2,751.9	-537.0
Bienes	-210.5	-820.1	-1,277.7	-1,089.4	-1,421.3	-2,158.9	-2,727.1	-2,985.5	-5,014.2	-2,027.5
Servicios	678.8	745.7	685.2	776.4	857.4	1,116.0	1,351.1	1,734.1	2,254.5	2,308.3
Renta	-1,252.4	-679.3	-439.8	-775.9	-440.0	-208.5	4.3	-864.7	-434.5	-1,176.5
Transferencias corrientes	93.4	150.9	175.5	208.8	212.4	270.4	349.2	469.8	442.2	358.7
Cuenta de capital y financiera	159.3	447.6	1,070.9	1,183.8	843.0	1,230.0	1,903.9	2,623.1	2,439.5	937.0
Cuenta de capital	18.1	19.3	13.0	25.3	12.7	15.9	1.1	21.2	7.4	58.3
Cuenta financiera	141.2	428.3	1,058.0	1,158.5	830.3	1,214.1	1,902.8	2,601.9	2,432.1	878.7
Inversión directa	400.1	450.8	625.3	548.1	733.3	904.0	1,371.0	1,633.7	2,072.3	1,339.0
Inversión de cartera	-68.8	18.6	103.4	11.2	141.6	-344.5	-493.1	-0.4	401.6	-286.1
Otra inversión	-190.1	-41.2	329.3	599.2	-44.6	654.6	1,025.0	968.6	-41.8	-174.3
Errores omisiones y capital no determinado	379.2	168.5	-51.0	35.1	28.8	144.4	149.5	171.0	-35.6	-139.6
Cambio en Reservas Monetaria Internacional	-152.2	13.1	163.0	338.9	80.3	393.5	1,030.8	1,147.7	-348.0	260.5

Fuente: Banco central de Costa Rica

Fuente: Banco Central de Costa Rica

El componente de consumo privado interno tendió a desacelerarse, pero no tan significativamente como podría haberse esperado tras el aumento de la tasa de desempleo abierto de 4.9% en Julio de 2008 a 7.8% en Julio de 2009⁴. Esto se debe, al menos en parte, a que durante la segunda mitad del año el Gobierno contrarrestó este efecto por medio de la contratación de casi 30.000 nuevos puestos de trabajo. También se debe tomar en cuenta que las empresas de exportación más importantes (especialmente las amparadas a la Ley de Zonas Francas) en su mayoría son propiedad de extranjeros y por lo tanto la reducción de las utilidades corporativas no afectó el ingreso de los costarricenses tanto como a sus accionistas.

Entonces se puede sintetizar el impacto de la crisis sobre la actividad local como un impacto sobre la actividad exportadora que se transmitió parcialmente al resto de la economía. El efecto mitigador fue la inversión extranjera directa que como dueña del capital de una proporción elevada del capital de las empresas dedicadas a la exportación absorbieron mayoritariamente la reducción de las utilidades. Esto es equivalente a afirmar que el Producto Nacional Bruto no decayó tan fuertemente como el Producto Interno Bruto y de esta forma se mitigó el impacto.

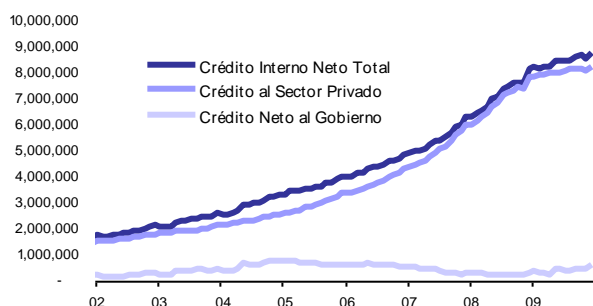
Cabe destacar que la creciente necesidad de financiamiento del Gobierno que generó el aumento del gasto fiscal durante la crisis podría afectar la dinámica del tipo de cambio y la inflación. La amplia disponibilidad de dólares en Costa Rica y la baja tasa de interés en esta moneda pueden incentivar al Gobierno Central a preferir el endeudamiento en ella, que luego debería convertir a colones para hacer frente a sus obligaciones. Si alternativamente el Gobierno opta por deuda en colones presionará la tasa de interés local al alza por medio de emisión de bonos. La enseñanza en este ámbito sería que las finanzas públicas deben fortalecerse en los períodos prósperos de tal forma que las crisis puedan ser contrarrestadas utilizando recursos ahorrados anteriormente, en lugar de tener que recurrir a contratar deuda.

Crédito, Agregados Monetarios y Tasas de Interés

Como resultado de menor producción, consumo conservador, ausencia de inversión, limitada disponibilidad de financiamiento bancario externo y preferencia de las entidades por mantener fondos líquidos –no atados en créditos a largo plazo– se redujeron tanto la oferta como la demanda de crédito local. Este creció solo un 7.4% en 2009 en comparación con 30.5% en 2008. Esta menor disponibilidad de recursos reforzó la reducción de la demanda local y las presiones sobre los precios locales, principalmente los no transables, que son los que se determinan por la interacción de la oferta y demanda en el país, en contraposición de los precios de los bienes transables que están definidos a nivel internacional.

⁴ Encuesta de hogares la realiza el Instituto Nacional de Estadística y Censos (ICEC) todos los años en Julio.

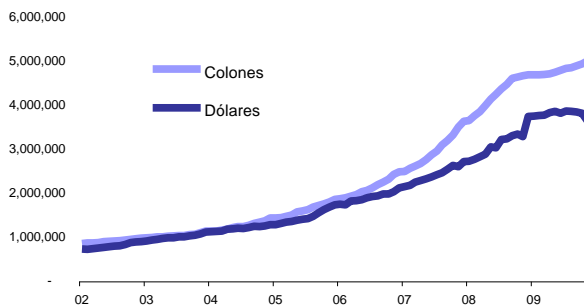
Gráfico 4
Crédito Interno del Sistema Financiero por Sector
(millones de colones). 2009



Fuente: IndicadoresEconomico, Banco Central de Costa Rica: www.bccr.fi.cr

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Gráfico 5
Crédito Interno por moneda del Sistema Bancario
(millones de colones). 2009



Fuente: Indicadores Económicos, Banco Central de Costa Rica: www.bccr.fi.cr

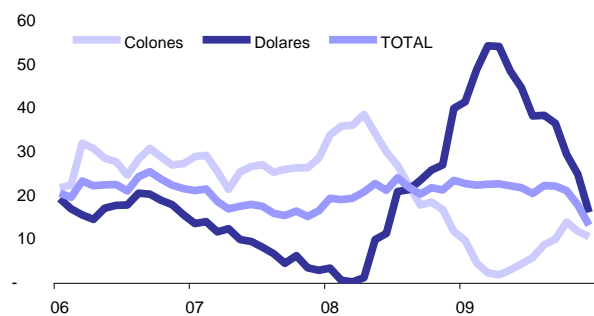
Fuente: Banco Central de Costa Rica

Como se puede inferir del apartado anterior, la distribución del destino del crédito entre los sectores privado y público fue desigual, como se observa en el Gráfico 6. Las necesidades de financiamiento del Gobierno Central para cubrir el creciente déficit condujeron al aumento de un 77% del crédito al sector público, en tanto el crédito al sector privado solo aumentó en 4.4%, tras haber crecido 38.7% el año anterior.

Tampoco el crecimiento del crédito por moneda durante 2009 fue uniforme. En colones creció un 7.6%, en tanto que en dólares creció solo 1%. Esto refleja la reversión de flujos de capitales por parte de la banca corresponsal de los EEUU, que buscó proteger su liquidez al no renovar colocaciones en bancos locales, que a su vez frenaron los créditos en dólares. La proliferación de estos contratos en el pasado se ha debido a que los préstamos externos de la banca corresponsal de primer orden no están sujetos al impuesto de renta y al encaje mínimo legal. En tanto las captaciones en moneda local a plazo de los bancos están sujetas al pago de 8% de impuesto sobre la renta y a mantener un porcentaje de reserva en el Banco Central, los empréstitos en dólares provenientes de la banca internacional están en su gran mayoría exentos y esto los hace más baratos en términos relativos.

Las causas de los cambios en el mercado crediticio también modificaron el comportamiento y composición de los agregados monetarios del sistema bancario, que mostraron oscilaciones durante el año. La necesidad de cubrir los préstamos de la banca corresponsal requirió de la compra de dólares por el sistema bancario nacional durante los primeros 7 meses del año y provocó el crecimiento del componente de dólares dentro de los agregados monetarios a costa del componente de colones, como se muestra en los Gráficos 8 y 9.

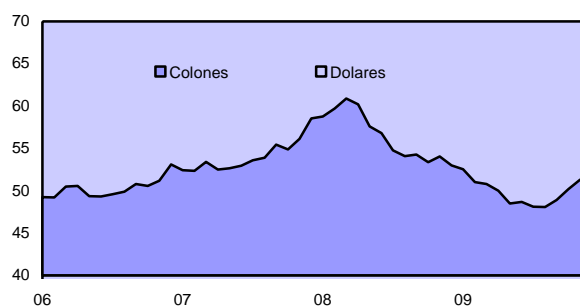
Gráfico 6
Liquidez del Sistema Bancario Nacional
por Moneda
(Tasa de variación en 12 meses, %). 2009



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Gráfico 7
Liquidez del Sistema Bancario Nacional
por Moneda
(Composición, %). 2009



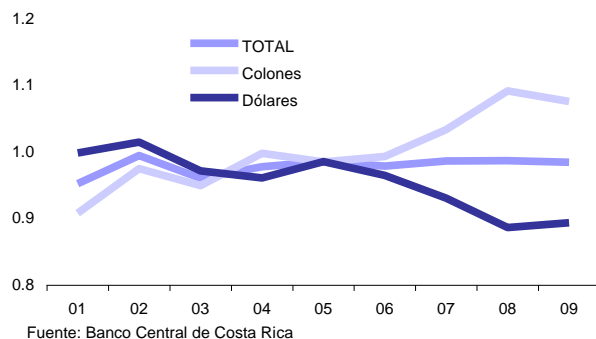
Fuente: Banco Central de Costa Rica

Fuente: Banco Central de Costa Rica

De esta forma, el cambio en la posición cambiaria agregada desapalancó el sistema bancario en dólares al reducir la cantidad de crédito en esa moneda con relación a los depósitos, captaciones y préstamos del exterior en la misma. En tanto, lo contrario fue cierto para los colones. Este cambio se ilustra en los Gráficos 10 y 11.

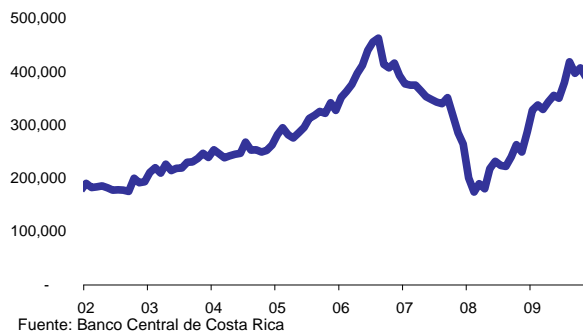
Las dinámicas del crédito, la composición de los depósitos por moneda y la estructura de los balances bancarios modificaron la capacidad del Banco Central de hacer política monetaria, al modificar la cantidad relativa de colones sobre los cuales las tasas de interés del Banco Central tienen efecto. El comportamiento de los depositantes, que acortaron los plazos de sus depósitos precautorios como respuesta a la incertidumbre económica y volatilidad cambiaria, resultó en una menor disponibilidad de recursos estables que los bancos pueden prestar a mediano y largo plazo, ya no respondían necesariamente a cambios en las tasas de interés y podían ser retirados en el corto plazo o alternativamente ser cambiados a otra moneda. Esto podría revertirse rápidamente cuando se reactive la economía requiriendo que el crédito y el dinero empiece a fluir más rápidamente a través del sistema bancario. Se podría suponer que esto suceda primeramente en dólares que tienen un costo menor y en la medida que el sistema financiero internacional se normaliza.

Gráfico 8
Sistema Bancario Nacional:
Relación de Activos y Pasivos con
Clientes⁵
(Activos divididos entre Pasivos). 2009



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Gráfico 9
Sistema Cambiario Nacional: Posición
Cambiaria
(Activo menos pasivos en moneda
extranjera, millones de colones). 2009



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Durante este período, el Banco Central aprovechó para poner en práctica algunos cambios que le permiten controlar los agregados monetarios a un menor costo, potencialmente mejorando su resultado financiero. Esto lo hizo requiriendo que las entidades públicas mantengan sus recursos en cuentas en esa misma institución, lo que equivale a un encaje cercano al 100% de los depósitos del sector público. Con el mismo fin también aplicó el requerimiento de encaje para las entidades financieras no bancarias (incluyendo los fondos de inversión). Por último modificó la forma de cumplimiento del encaje, de tal forma que ahora los fondos encajables deben cumplir diariamente con un monto mismo, en adición a cumplir con un monto promedio quincenal. De esta forma, se estabiliza la oferta de dinero circulante que antes oscilaba dentro de los períodos quincenales. La labor del Banco Central también se benefició del desmantelamiento de la banca offshore, que intermediaba depósitos de locales en dólares en el exterior y que no eran controlables directamente por la regulación nacional. En otras palabras, estaban constituidos créditos y depósitos de locales en el extranjero que eran utilizados por nacionales y afectaban la economía de Costa Rica, pero que no podían ser supervisados ni controlados por el Banco Central al escaparse de su jurisdicción.

Como resultado el Banco Central logró tener una política monetaria restrictiva hacia el final del año, sin tener que elevar las tasas de interés del mercado. De hecho, la menor actividad en el mercado crediticio en colones y el deseo de los ahorrantes de mantener sus depósitos en el corto plazo como medida precautoria, provocaron que las tasas de interés en colones tendieran a bajar en el transcurso del 2009. La Tasa Básica Pasiva, que es la principal referencia de tasa de interés en colones, inició el año en 11.5% para terminar en 8.25%.

⁵ Razón de Valores distintos de acciones más Préstamos, divididos entre Depósitos, Valores Emitidos, Préstamos Recibido y Captaciones.

En línea con el objetivo de convertir la tasa de interés en su principal instrumento bajo el esquema de metas de inflación, creó el Mercado Integrado de Liquidez⁶ en el cual se transan los excedentes y necesidades de financiamiento de corto plazo, independizándolo de otros instrumentos de captación del público como es el caso del Programa de Central Directo. En este mercado el Banco Central tendrá la prerrogativa de intervenir para recoger o inyectar recursos cuando sea necesario para controlar la liquidez del sistema. Se ha anunciado que esto lo hará por medio de un corredor de tasas de corto plazo –hasta catorce días– cuyo determinante será la tasa de política monetaria (TBP).

Inflación y Tipo de Cambio

Los eventos y cambios de política descritos en los apartados anteriores repercutieron en el proceso de formación de precios afectando la inflación y el tipo de cambio. El Índice de Precios al Consumidor aumentó 4%, ubicándose por debajo del estimado del Plan Monetario de Banco Central 2009-2010 que originalmente era en el rango de 8%-10% y que luego fue revisado al nuevo rango de 4%-6%. Por el contrario, el año anterior la inflación estuvo por encima del promedio que venía mostrando, lo que apunta a que el aumento de precios durante el año 2009 es un ajuste. Esto es más evidente al analizar el cambio en los precios de la Canasta Básica Alimentaria que durante 2007 y 2008 mostró aumentos superiores al 20%, en tanto que en 2009 su valor se redujo en 3.6%. Esta corrección estuvo influenciada por la composición de los grupos de bienes. En efecto, no se puede afirmar que la reducción fuera generalizada y más bien se observan ajustes de precios relativos de diferentes componentes del índice.

Cuadro 3
Inflación y Tipo de Cambio
(Variación interanual a diciembre de cada año, %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
IPC	10.2	11.0	9.7	9.9	13.1	14.1	9.4	10.8	13.9	4.0
Canasta Básica Alimentaria	5.3	13.0	7.8	9.9	16.2	22.0	9.3	21.0	24.4	-3.6
No Transables	11.0	13.7	10.1	10.5	13.4	12.4	9.8	13.2	17.0	4.8
Transables	8.7	5.1	8.6	8.4	12.5	18.0	9.5	7.2	9.0	2.7
Transables medidos en dólares	1.8	-2.0	-1.9	-2.0	2.8	8.9	5.0	11.4	-0.8	-0.6
Tipo de Cambio	6.6	7.4	10.8	10.5	9.5	8.3	4.1	-4.0	11.1	1.6
Regulados	14.5	14.0	11.3	12.0	20.0	14.4	8.7	11.1	11.7	7.2
No Regulados	9.4	10.3	9.3	9.4	11.5	14.0	9.7	10.7	14.4	3.3

Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos

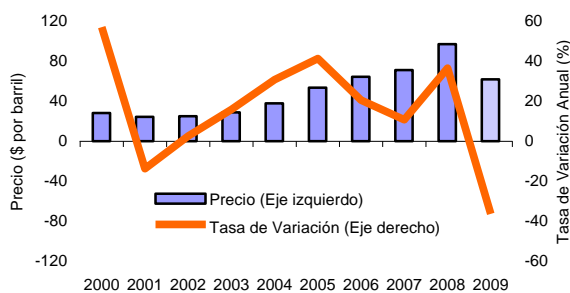
Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

El comportamiento de los precios de bienes transables y de los no transables es disímil. En el Cuadro 1 se observa como los precios de los primeros mostraron una tendencia a desacelerarse más rápidamente, lo que es consistente con la tesis expuesta en esta sección del informe en relación a que el efecto de la desaceleración de los precios

⁶ Esta plataforma desplazó al Mercado Interbancario de Dinero (MIBD) que es administrado por la Bolsa Nacional de Valores y que hasta ese momento era la plataforma que utilizaban las entidades financieras para suplir sus necesidades de inversión y captación de corto plazo.

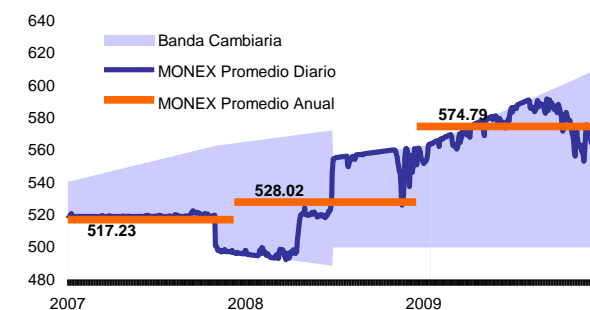
durante 2009 fue al menos parcialmente importado. El principal componente dentro de los precios de los bienes transables esta relacionado a los derivados del petróleo, los cuales afectan directa o indirectamente la mayor parte del resto de la canasta del Índice de Precios al Consumidor. El precio internacional promedio del petróleo pasó de \$97 por barril en 2008 a \$62 por barril en el 2009, como se muestra en el Gráfico 12. Es prácticamente un hecho que el precio del petróleo se recuperará y esto impactará la inflación al alza.

Gráfico 10
Precio Internacional del Petróleo
(Precio promedio anual y % de cambio).
2009



Nota: Precio promedio simple de tres fuentes de precio: Dated Brent, West Texas Intermediate, and the Dubai Fateh.
Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Database, Abril 2009.

Gráfico 11
Costa Rica: Tipo de Cambio
(Colones por dólar). 2009



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Abril 2009.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

La diferencia en la dinámica de los precios de los bienes transables y no transables también es provocado por el comportamiento del tipo de cambio que desde 2006 muestra mayor volatilidad tras la introducción de las bandas cambiarias. A inicios del 2009 la banda cambiaria tenía un piso fijado en ₡500 por dólar y el techo aumentó ₡0.20⁷ diariamente desde ₡562.27 por dólar. Al finalizar el año el tipo de cambio de MONEX fue de 581.82 colones por dólar, lo que representó una devaluación de 1.6%. Sin embargo, en el transcurso del año mostró volatilidad y cambios de tendencia, manteniéndose en el techo de la banda durante los primeros siete meses y mostrar una tendencia a la apreciación del colón a partir de Agosto. Como se describió en el apartado anterior, hasta ese mes los bancos comerciales cambiaron la composición de sus balances para reemplazar la reducción de préstamos de dólares desde el extranjero, comprando dólares.

Se puede argumentar que la mayor volatilidad contribuyó a la menor inflación al reducirse el efecto de traspaso del tipo de cambio a la inflación. Por mucho tiempo el tipo de cambio sirvió como referencia para la fijación de los precios y este tenía cambios graduales. Con el cambio en la dinámica del tipo de cambio, los productores y comerciantes han tenido que buscar alternativas como guía para definir sus precios y el Banco Central pretende que esta nueva guía sea la meta de inflación. No se puede ser concluyente aún porque el proceso de formación de expectativas está aun ajustándose y dependerá de la credibilidad que logró el Banco Central sobre su capacidad de

⁷ Devaluación diaria el techo de la banda a inicio de 2009 fue de ₡0.06 y el 22 de Enero se modificó a ₡0.20.

alcanzar regularmente esas metas. Como esta capacidad solo se ha empezado a evaluar recientemente, el aumento de la volatilidad del tipo de cambio, que se observa en el Gráfico 13, ha sido recibido con escepticismo por parte del mercado el cual no está claro de las reglas por medio de las que el Banco Central compra y vende dólares para el resto del Sector Público, que sin duda es el principal demandante de dólares a través de la Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE) y el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE).

Por esta razón, se puede pensar que actualmente el traspaso de tipo de cambio a inflación persiste pero es asimétrico y que los precios se definen pensando en tipos de cambio cercanos al techo de la banda. De acuerdo a la encuesta de expectativas de la variación del tipo de cambio los agentes han esperado devaluación consistentemente, incluso cuando se ha experimentado apreciación. Lo que llevaría a pensar que si el tipo de cambio regresa al techo de la banda, los precios de los bienes importados si aumentarían acordeamente. Este comportamiento puede ser explicado como una estrategia defensiva por la inexistencia de instrumentos de cobertura cambiaria que permitan contrarrestar el efecto de las variaciones del tipo de cambio.

El Índice de Precios al Consumidor también puede ser descompuesto entre su componente de bienes cuyos precios son regulados y los que no son regulados. Mientras los regulados se ajustaron 7.2%, los no regulados lo hicieron en un 3.3%. Las autoridades del Banco Central de Costa Rica han apuntado que este es el efecto de que las formulas utilizadas por la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos para hacer los ajustes de los precios regulados son recursivas y toman en cuenta la inflación pasada en la fijación las tarifas. Entonces tienen razón al decir que se introduce un efecto inercial que aletarga el reflejo de cambios sobre la medición de la inflación, al igual que la utilización de inflación en la revisión de los ajustes salariales. Esta ha sido la práctica que busca mantener el poder adquisitivo de los trabajadores, pero el efecto que tiene es el de continuar aumentando los precios al incrementar los costos de producción. Esta es la principal razón por la cual se observó un aumento de los salarios reales durante 2009. Mientras la inflación bajo a 4%, los salarios siguieron la tendencia de ajuste del período anterior y el efecto rezagado se verá con los ajustes del 2010.

El mismo efecto tiene la resistencia de las expectativas de las personas a ajustarse a las inflaciones observadas y a las estimaciones del Banco Central. En efecto, durante 2009 la encuesta mensual de expectativas mostró que en promedio los participantes siempre esperaron una inflación superior a la observada. Sin embargo, cabe destacar que la expectativa de inflación en 12 meses bajo de 12.2% en diciembre de 2008 a 7.3% en el mismo mes de 2009, reflejando como las personas si se ajustaron a menores inflaciones observadas, pero no creyeron que el ajuste fuera permanente y que la inflación repuntaría en el futuro.

Este efecto inercial que introducen los dos efectos descritos anteriormente ha estado presente en varios países que han enfrentado altas inflaciones crónicamente durante el proceso de reducción. Los agentes económicos internalizarán expectativas más bajas cuando la resolución y capacidad de la autoridad monetaria de reducir la inflación en el largo plazo estén probadas, para lo cual se requiere un poco más de tiempo para

asentar la credibilidad del nuevo esquema monetario –que en el caso de Costa Rica en la actualidad aún ni tan siquiera se ha terminado de implementar–. En todo caso la gradualidad del ajuste de las expectativas no es necesariamente una condición negativa y será deseable cuando se alcancen niveles de inflación reducidos⁸.

Resumen de los Determinantes de la Inflación durante 2009

En el desarrollo de esta sección se analizaron los principales eventos que afectaron a la inflación durante el año 2009. Se puede extraer que el impacto de la desaceleración el entorno internacional fue el principal factor que propició la reducción de la inflación por medio de la reducción de la demanda externa y de los principales precios internacionales. Estas condiciones serán pasajeras lo que apuntaría hacia que la reducción de la inflación observada no es permanente y que tenderá a acelerarse de nuevo en la medida que la actividad económica y el crédito se recuperen. Se enfatizó la importancia del efecto que tiene la volatilidad del precio internacional del petróleo sobre la inflación local, lo cual hace necesario que se valore utilizar instrumentos derivados como herramienta de la autoridad monetaria que compensen los flujos de capital asociados al pago de la cuenta petrolera del país.

El crítico entorno internacional que se vivió durante los primeros meses del año también condicionó el comportamiento del crédito y la demanda interna. Con menores posibilidades y deseos de deuda reflejaron la reducción de la capacidad de compra local. El Gobierno actuó para mitigar la desaceleración económica por medio de aumento del gasto, pero se concentró en el incremento de su planilla lo que impone un costo elevado sobre las finanzas públicas a largo plazo.

Las medidas adoptadas por el Banco Central también fueron determinantes en el este resultado. Con medidas destinadas a aumentar su pasivo sin costo por medio de nuevos encajes y la optimización de su aplicación, logró llevar adelante una política monetaria restrictiva sin incrementar las tasas de interés. Esto fue posible debido a que el mercado de crédito estaba frenado, pero ante su eventual reactivación de la mano de las necesidades de financiamiento del Gobierno, podría reversarse. Adicionalmente y como se verá más adelante, los encajes –en la forma que sean– tienen un costo sobre el margen de intermediación financiera que serán evidentes cuando el ritmo de crecimiento del crédito al sector privado retome un ritmo más normal.

Modificaciones al Esquema de Política Monetaria y Cambiaria en Costa Rica

Actualmente los esquemas monetarios para las economías emergentes se debaten entre los dos extremos del espectro de la política cambiaria para llevar acabo sus

⁸ Durante la década de los noventa, las autoridades económicas de Chile más bien fomentaron la indexación por medio de las Unidades de Fomento (UF) que se ajustan a la inflación de la misma forma que las Unidades de Desarrollo (UD) en Costa Rica. Las UF son usadas intensivamente en Chile en los contratos financieros de largo plazo y permitieron que la reducción de la inflación se reflejara más rápidamente en beneficios para sus habitantes.

objetivos monetarios. De un lado se tiene una economía creíblemente dolarizada que representa la alternativa más rígida y del otro la alternativa más flexible de flotación cambiaria. La decisión que tomó el Banco Central de Costa Rica de adoptar el esquema de metas de inflación ha conllevado la flexibilización del tipo de cambio con respecto al sistema de mini devaluaciones que se mantuvo desde inicios de la década de los ochenta.

Este proceso se inició en 2006 con la implementación de las bandas cambiarias. Tiene como objetivo desarticular el canal de tipo de cambio como el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria en favor de la tasa de interés de corto plazo como guía para controlar la liquidez y de esa forma mantener la inflación en un rango determinado. El proceso culminará con la eliminación de las bandas en un sistema de flotación –que probablemente será intervenido–. En esta sección se describirán y analizarán los cambios que implementó el Banco Central hasta 2009, para luego analizar los cambios pendientes en la última sección del informe.

Mini Devaluaciones

Por mucho tiempo Costa Rica utilizó un esquema de definición de tipo de cambio altamente intervenido, en la cual el Banco Central decidía el ritmo de devaluación del colón frente al dólar. Este sistema la autoridad monetaria compraba y vendía dólares a un tipo de cambio predeterminado y de esta forma retenía la mayor parte del riesgo cambiario. Esta situación representaba una gran ventaja para los ciudadanos y empresas que podían anticipar, con un alto grado de certidumbre, el valor de la divisa y así arbitrar al sistema al endeudarse en dólares e invertir en colones. Esta posibilidad permitía tener ganancias por medio del diferencial de tasas y el tipo de cambio futuro que era aproximadamente conocido⁹. Esta situación se bautizó como la “trinidad imposible” donde el Banco Central no podía mantener la cuenta de capital abierta, un tipo de cambio predecible y una política monetaria independiente para buscar reducir la inflación. Los cambios en la tasas de interés promovían movimientos de capitales que neutralizaba las políticas de la autoridad monetaria.

Este esquema se adoptó por la necesidad de estabilizar la inflación y las expectativas luego de la crisis de finales de la década de los setenta y principios de los ochenta. Pero su vida útil se extendió en la medida que los agentes económicos se acostumbraron a una inflación estable –pero elevada– que se contrarrestaba con devaluación. Fue durante los 23 años de vigencia de este esquema que se adoptó el uso paralelo del dólar como moneda y su arraigo permanente gradualmente consolidó la dualidad de colones y dólares como monedas sustitutas de aceptación generalizada.

La estabilidad que proveyó este modelo tenía como contrapartida costos sobre el resultado financiero del Banco Central, que constantemente acumulaba dólares en las Reservas Internacionales e incrementaba la cantidad de colones en circulación. Este

⁹ Esta alternativa es equivalente a reproducir un contrato de “forward” de tipo de cambio, con certeza del tipo de cambio futuro.

aumento de los agregados monetarios luego tenía que ser esterilizado o retirado de circulación por medio de captaciones de Bonos de Estabilización Monetaria. La diferencia entre la elevada tasa de interés que tenía que pagar la autoridad monetaria para captar colones y la tasa de interés que recibía por invertir los dólares en activos de poco riesgo, generaba pérdidas constantemente que se convertían en más dinero en circulación e impedían la reducción de la inflación.

Bandas Cambiarias

Como alternativa para escapar de la trampa de la “trinidad imposible” que impone un sistema de tipo de cambio de mini devaluaciones con cuenta de capital abierta –en el cual los flujos de capital pueden entrar y salir libremente del país–, la autoridad monetaria decidió establecer un sistema de bandas cambiarias en el cual el tipo de cambio puede fluctuar entre dos valores predeterminados. Bajo este sistema, el riesgo de variaciones pequeñas pasa a los balances de los agentes económicos, pero el riesgo de potenciales fluctuaciones mayores lo retiene el Banco Central, que compra dólares al piso de la banda y los vende al techo, pero no interviene regularmente cuando el tipo de cambio fluctúa en el medio de la banda.

La experiencia internacional muestra que este esquema ha sido utilizado en la práctica como una etapa de transición hacia sistemas de tipo de cambio más flexibles. En el caso de un país que no ha tenido experiencia reciente con volatilidad del tipo de cambio, esta etapa de aprendizaje ha resultado beneficiosa porque le ha permitido al mercado experimentar los efectos de variaciones cambiarias en un entorno relativamente controlado. Además le ha permitido a la autoridad monetaria implementar y calibrar gradualmente los diferentes instrumentos para administrar efectivamente la inflación.

La teoría alrededor del efecto estabilizador de este esquema se sustenta en la credibilidad que tenga el mercado de que el Banco Central cumplirá con defender los márgenes de la banda cambiaria. En Octubre de 2006 se anunció la banda cambiaria deslizante, en la cual el techo y el piso no son estáticos y pueden tener tendencia. Desde su introducción, el Banco Central ha hecho cuatro cambios a los extremos de la banda, lo que le restó credibilidad al esquema inicialmente, pero no ha hecho una nueva modificación desde Enero de 2009.

Bajo estas condiciones, la tasa de interés debe tomar mayor importancia como instrumento de política monetaria, en la medida que el Banco Central puede modificarlas sin que potenciales flujos de divisas neutralicen su estrategia. En el caso que el Banco Central suba las tasas de interés para recoger liquidez y reducir las presiones inflacionarias, hace más atractivos los depósitos en moneda local y esto atraería flujos de divisas del exterior que serían convertidos a colones. Esto provocaría que se encarezca la moneda local y por ende menos atractivo el realizar esa inversión. Sin embargo, este proceso no se cumple eficazmente cuando la cotización de la moneda se encuentra consistentemente cerca del margen inferior de la banda, lo que

no permite que la moneda se aprecie lo suficiente para desincentivar los flujos de capital externo. La misma analogía se aplica a una reducción de la tasa de interés, cuando el tipo de cambio esta cerca del techo de la banda. De acuerdo a la teoría más convencional sobre las bandas cambiarias, que no contempla en su formulación la existencia de dolarización, el tipo de cambio se acercaría asintóticamente a las bandas solo ante fluctuaciones fuertes de las variables fundamentales.¹⁰

En el caso de Costa Rica, la dolarización parcial provoca que las fluctuaciones de tipo de cambio tengan un efecto riqueza que puede contrarrestar el efecto de competitividad que busca la política del Banco Central. En efecto, la existencia de endeudamiento en dólares hace que una devaluación reduzca la riqueza de los agentes económicos encareciendo el servicio de la deuda de los deudores con ingresos en colones, al tiempo que hace más atractivas las exportaciones y encarece el precio de las importaciones. Ambos efectos no son simultáneos y el efecto financiero es más inmediato que el efecto sobre el precio relativo de las exportaciones y las importaciones. Además, este resultado es reforzado por fluctuaciones del tipo de cambio más fuertes cuando existen depósitos a la vista en ambas monedas que son mantenidos con fines puramente transaccionales y que son fácilmente convertidos de una moneda a otra, dando paso a un efecto manada de compra o venta de divisas cuando se percibe una tendencia en la cotización del tipo de cambio.

De esta forma la dualidad de monedas en Costa Rica aún limita que el Banco Central pueda tener una política monetaria independiente. Esto se ha reflejado en el comportamiento del tipo de cambio desde que está funcionando la banda cambiaria, que no ha flotado dentro de la misma sino más bien ha transitado de un extremo al otro. Si bien este esquema que le da más grados de libertad al Banco Central que con las mini devaluaciones, el problema se ha reducido a uno de “trinidad improbable”.

La tentación de intervenir el mercado cambiario regularmente con el fin de reducir la volatilidad del tipo de cambio contradice el espíritu que llevó a adoptar un esquema más flexible. Al intervenir, se premia a los agentes económicos que tienen posiciones cambiarias riesgosas, en lugar de fomentar la desdolarización que permitiría la adopción de un sistema de flotación más transparente. En el caso de Costa Rica que tiene una alta dolarización, el Banco Central debe valorar utilizar la alternativa de intervenir en eventos puntuales de aumentos de la volatilidad del tipo de cambio de tal forma que protejan la estabilidad del sistema financiero, pero que no reduzca la percepción de riesgo cambiario de los agentes de tal forma de no vulnerar la credibilidad del mercado de dólares.

Reseña sobre Dolarización de Juris

Antes de abordar el tema de las metas de inflación en la siguiente sección, es importante comentar la opción que involucra la dolarización formal de la economía, que tiene proponentes dentro de una parte de los economistas, políticos y empresarios.

¹⁰ Ver Kruggman 1992

Actualmente Costa Rica es una economía altamente dolarizada de facto. La diferencia con una dolarización de jurisdicción es que esta adopta el dólar completamente y lo hace por medio de Decreto o Ley. En tanto que en un caso de Costa Rica, los agentes económicos deciden mantener una proporción significativa de activos y pasivos denominados en dólares.

Esta alternativa parece atractiva porque Costa Rica ya es una economía parcialmente dolarizada y porque este esquema reduce la inflación al tiempo que elimina la volatilidad del tipo de cambio nominal, que actualmente es percibido como un elemento perturbador.

La literatura académica menciona la necesidad de que el país que adopta la moneda extranjera debe estar afectado por los mismos “shocks” que el país que origina el dinero, lo que cumple la relación entre Costa Rica y EEUU. En efecto el mercado de los EEUU es el principal destino de las exportaciones de Costa Rica, al tiempo que es la principal fuente de inversión. Sin embargo, nuevas investigaciones sugieren que las dos economías además deben reaccionar en forma sincronizada a los “shocks”, y que de no ser así, la política monetaria de estabilización puede no ser efectiva para el país que se dolariza. En este caso, la evidencia no es concluyente respecto a la sincronización de las respuestas a “shocks” entre EEUU y Costa Rica.¹¹

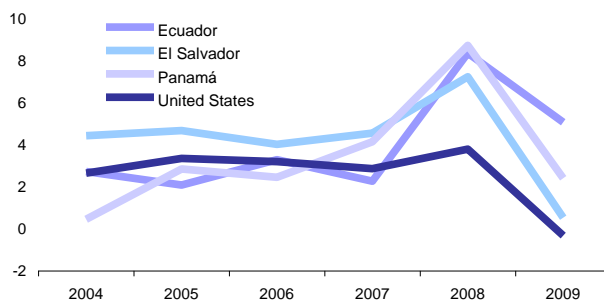
Si esta condición no se cumple, no se puede asegurar la convergencia de la tasa de inflación. Como ejemplo se puede ver el caso de las tres economías latinoamericanas que actualmente tienen una dolarización total de su economía. El Gráfico 14 muestra como con la crisis, la inflación en Ecuador, El Salvador y Panamá fueron significativamente superiores a la de EEUU, con lo cual perdieron competitividad y la única forma de recuperarla es mediante menor inflación que la de los EEUU en los años que vienen.

Por último, la inflación es un proceso en el que se asocia el crecimiento de los agregados monetarios con el crecimiento de la economía. Para obtener inflaciones bajas, la cantidad de dinero debe crecer ligeramente por encima del ritmo que la actividad económica en el largo plazo. La distorsión estructural de adoptar la moneda de un país más desarrollado se encuentra en que la tasa de crecimiento de este país probablemente será menor a la tasa de crecimiento de una economía emergente. De la misma forma, la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero en la economía emergente debe ser mayor al crecimiento del dinero del país más desarrollado. Así las cosas, adoptar el dólar obliga al país a obtener inflación constantemente menor a la de los EEUU y esto se logra mediante avances recurrentes de productividad que son difíciles de mantener en el tiempo.¹²

¹¹ Ver Leiderman et al 2006.

¹² Alternativamente se puede pensar en un esquema de transferencia fiscal de los EEUU al país dolarizado. Así es como funciona dentro de los EEUU la relación entre el Gobierno Federal y un Estado menos desarrollado como Idaho. Es difícil suponer que EEUU accedería a este esquema, de la misma forma que en la Unión Europea no se ha desarrollado.

Gráfico 12
Economías Latinoamericanas Dolarizadas: Inflación Interanual
(Países seleccionados, %)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Database, Abril 2009.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Abril 2009.

Por estas razones, la dolarización formal de la economía de Costa Rica no debiera ser una alternativa deseable en el largo plazo. Además, no es consistente con la política de diversificación de los destinos de las exportaciones que reduce la importancia relativa del dólar para la producción nacional al considerar que con el dólar como moneda local aún estaría flotando contra el resto de las monedas.

Retos e Instrumentos de Política Monetaria en el Esquema de Metas de Inflación

Luego de dos décadas con inflación elevada y un sistema monetario que poco ha podido hacer para remediarla, el Banco Central decidió renovar su política a través de la adopción de metas de inflación. Esta alternativa ha ganado popularidad internacional desde mediados de la década de los noventa y ha sido gradualmente implementada con éxito en varios países de la región: Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Perú y México.

La política monetaria basada en metas de inflación enfoca la acción del Banco Central a la obtención de baja inflación, que es el único objetivo que está a su alcance en el largo plazo. Se basa en la premisa de anunciar públicamente el compromiso del Banco Central de mantener la inflación en rango predeterminado y estable, para lo cual requiere de instrumentos y acciones transparentes que permitan que los agentes las comprendan.

La credibilidad que requiere el Banco Central se irá obteniendo en la medida que las acciones comunicadas por éste se cumplan y den los resultados esperados. Para reforzar el compromiso y por lo tanto la credibilidad de la autoridad monetaria, algunos países como Nueva Zelanda han llegado al extremo de hacer depender la remuneración de los altos jefes del Banco Central del cumplimiento de las metas de inflación.

Este esquema requiere de un mercado cambiario flexible que no limite la efectividad de la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria. Idealmente, cuando se decida eliminar la banda cambiaria, el Banco Central de Costa Rica debería poder

controlar la cantidad de dinero en la economía –y por ende la inflación– retirando recursos de circulación por medio de captaciones y bonos. Las resultantes fluctuaciones del tipo de cambio deberían eliminarían el atractivo para los flujos de capital excesivos que contrarresten los objetivos que persigue la política monetaria.

Los mercados de flotación determinan el tipo de cambio con la interacción de la oferta y la demanda. Aún así, la experiencia en países emergentes con mercados flexibles muestra algún grado de intervención de la autoridad monetaria y son denominados como mercados de flotación sucia. La decisión de intervenir en el mercado cambiario por lo general se origina en limitar la aparición de desbalances sistémicos ante fluctuaciones excesivas del tipo de cambio. En contraposición, los mercados en los cuales las autoridades monetarias no intervienen son conocidos como de flotación limpia.

Para la adecuada implementación de esta alternativa en Costa Rica hay que tomar en cuenta dos factores estructurales que la pueden limitar. Estos elementos que están íntimamente ligados son: la dolarización y la situación patrimonial del Banco Central. Históricamente, la principal razón para que una economía adopte parcialmente una moneda extranjera está relacionada con inestabilidad macroeconómica. Ante el advenimiento de una crisis, los agentes económicos buscan cubrirse de la pérdida de valor que genera una elevada inflación refugiando su riqueza financiera en activos denominados en una moneda fuerte. Esta conversión la realizan racionalmente bajo la premisa de que la devaluación o pérdida de valor de la moneda local compensará una creciente inflación.

Este fue el caso de Costa Rica a inicios de la década de los ochenta, cuando la crisis regional obligó a devaluar el colón y el Banco Central absorbió cuantiosas pérdidas cambiarias, que acarrea desde entonces. Seguidamente se puso en práctica el sistema de mini devaluaciones lo que afianzo la práctica de utilizar el dólar.

Dualidad Monetaria

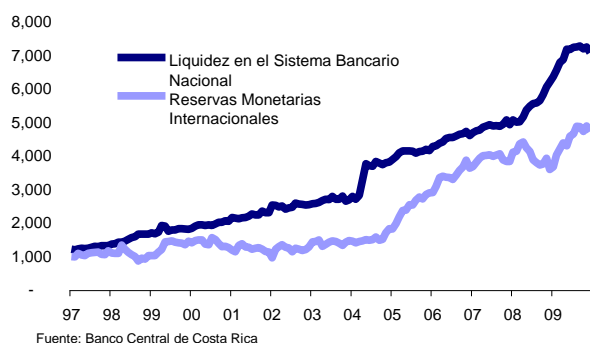
En Costa Rica el dólar cumple con todas las características de dinero: es una unidad de medida, sirve como depósito de valor y es reconocido como medio de pago –no solo en la forma de cheque o transferencia, sino que también en su forma física–. Incluso el grado de utilización del dólar va más allá que en otros países dolarizados y muchos de los contratos –especialmente los de mediano y largo plazo–, así como los precios de muchos bienes y servicios, están denominados en dólares. Por estas razones los agregados monetarios tanto en colones como en dólares afectan la inflación y que deben ser considerados en el diseño de la política monetaria.

El uso generalizado del dólar surgió como respuesta racional a la situación de crisis de inicio de la década de los ochenta y se ha perpetuado en el tiempo con condiciones ventajosas que le dieron sobre el colón que buscaban la atracción de divisas bajo el esquema de mini-devaluaciones. La exoneración del impuesto sobre la renta y de la obligación de encaje a los préstamos del exterior que otorga banca corresponsal de

primer orden al sistema financiero local, reducen el costo de intermediación de los dólares en comparación a los colones. Por el contrario, préstamos y captaciones locales si están sujetos a estas obligaciones e incrementa el margen financiero efectivo por un factor de 1.28¹³. Esta preferencia inducida por el fondeo externo, introduce un riesgo sistémico de reversión de flujos de capital sin que exista un prestamista de última instancia en dólares. La única alternativa en un evento de este tipo sería que el Banco Central utilice sus reservas y que intermedie fondos del exterior, si es que están disponibles.

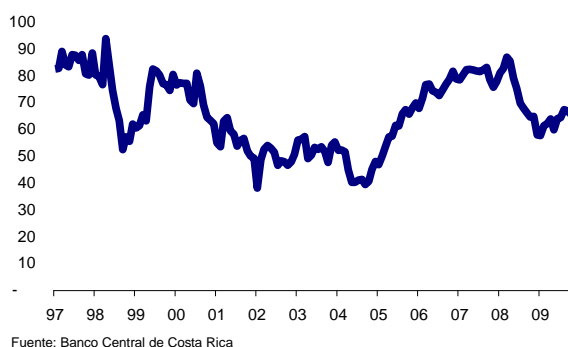
De esta forma el Banco Central retiene una parte considerable del riesgo cambiario en una forma contingente. En los dos últimos años, la contracción de crédito proveniente del exterior redujo las Reservas Monetarias Internacionales (RMI) del Sistema Bancario Nacional (SBN) con relación a la liquidez en dólares, incrementando la vulnerabilidad a una salida de capitales. Como se observa en los Gráficos 15 y 16, la evolución de ha tendido a mejorar en la medida que las reservas han vuelto a aumentar y los agregados monetarios en dólares han dejado de crecer.

Gráfico 13
RMI del SBN y
Liquidez del SBN en Moneda Extranjera
(Millones de dólares). 2009



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Gráfico 14
RMI del SBN como porcentaje de la
Liquidez del SBN en Moneda Extranjera
(Sistema Bancario Nacional, %). 2009



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Por esta razón, sería recomendable que el encaje mínimo legal diferencie entre las dos monedas, mediante la imposición de un mayor porcentaje de reserva. Esta medida contribuiría a reducir la dolarización de la economía y simultáneamente reducir la vulnerabilidad del sistema financiero local. La regulación vigente en efecto permite esta diferenciación, pero fija el porcentaje máximo de encaje en ambas monedas en un 15%, que es el aplicado en ambas monedas en la actualidad.

En forma converso, el sistema tiene limitadas alternativas cuando existan excesos de dólares localmente. Para esta situación pareciera atinado que el Banco Central

¹³ Captaciones locales en colones y dólares deben pagar el 8% de impuesto sobre la renta y están sujetos a encaje mínimo legal del 15%, por lo que la tasa necesaria para cubrir una captación local es:

$$\frac{x\%}{(-0.15)(-0.08)} = \frac{x\%}{(0.85)(0.92)} = \frac{x\%}{(0.782)} = x\% \cdot 1.2788$$

implementara captaciones en dólares de corto plazo en el Mercado Integrado de Liquidez a una tasa cercana a la de política monetaria de los EEUU, de tal forma que le permita recoger dólares e invertirlos en instrumentos idénticos en el mercado norteamericano, sin incurrir en un costo para la institución y sin incrementar el riesgo del país. Con esta alternativa el Banco Central se abstendría de tener política monetaria en dólares y simplemente se dedica a replicar la de EEUU.

La literatura teórica sobre los efectos de la coexistencia de dos monedas sobre la capacidad de hacer política monetaria en un esquema de metas de inflación no es concluyente. Básicamente se debate sobre la capacidad de que la tasa de interés en moneda local como único instrumento de la autoridad monetaria para afectar la inflación cuando existe alguna combinación de dolarización de activos, dolarización de pasivos, dolarización de depósitos a la vista y de la existencia de depósitos de locales en el extranjero.

La teoría sostiene que en un sistema de flotación sin dolarización, cuando un Banco Central desea controlar presiones inflacionarias, debería subir las tasas de interés por medio de captaciones del mercado, con esto se debería de contraer la cantidad de dinero en circulación y apreciar el tipo de cambio hasta el punto en el cual no existe posibilidad de ganancias adicionales de comprar los activos en colones.

La principal diferencia de una economía dolarizada con el modelo estándar, radica en que existen pasivos en dólares y que las fluctuaciones del tipo de cambio generan efectos riqueza que contrarrestan parcialmente la política del Banco Central por medio de incentivar o reducir a capacidad de consumo e inversión de los agentes económicos locales. Adicionalmente, la extendida existencia de depósitos en dólares en el sistema financiero –que son considerados sustitutos cercanos a los depósitos en moneda local– magnifican las fluctuaciones del tipo de cambio.

Este efecto además puede tener un impacto negativo sobre el sistema financiero, en la medida que fuertes fluctuaciones del tipo de cambio incrementan el servicio de la deuda denominada en dólares para los agentes no generadores de esta moneda y deteriorar la calidad de la cartera crediticia nacional. Por lo tanto, resulta juicioso recomendar que las regulaciones financieras prudenciales de Costa Rica se refuercen en este frente en preparación para tener un tipo de cambio flotante.

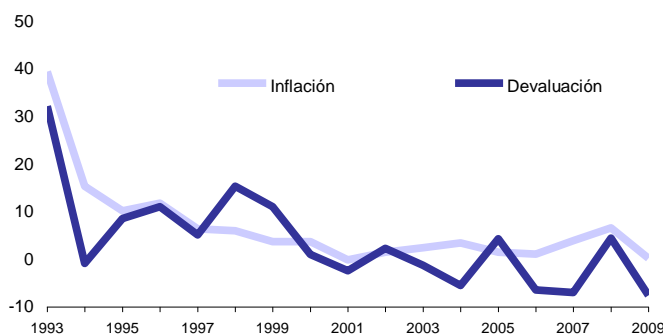
En definitiva la eficiencia de la metas de inflación sería mayor en la medida que se logré reducir la importancia del dólar en la economía. La experiencia internacional muestra que estos procesos no son sencillos, ni es deseable que se lleven a cabo en el muy corto plazo. Movimientos abruptos de los pasivos de los bancos podrían vulnerar su estabilidad de sus balances en la medida que existen descalces naturales en los plazos de los activos y pasivos.

Otra limitación que tiene un sistema dolarizado es que la formación de precios local esta altamente influenciado por las fluctuaciones del tipo de cambio. Se requiere que los agentes económicos se alejen del endeudamiento y los contratos denominados en dólares para disminuir la influencia de las expectativas del tipo de cambio en los

precios. Esto dependerá en gran medida de la confianza que pueda gradualmente generar el Banco Central sobre la capacidad que tiene para domar la dinámica de los precios en el largo plazo.

Ejemplos del uso del esquema de metas de inflación, como los casos de México, Brasil y Chile, muestran que los mejores resultados se obtienen en países con reducida sustitución monetaria y que por lo tanto las fluctuaciones del tipo de cambio son irrelevantes para la mayoría de los agentes económicos. Casos más cercanos al costarricense, como son el de Bolivia y el de Perú –por la similitud de las proporciones de dolarización– muestran que el esquema también puede ser utilizado bajo estas condiciones.

Gráfico 15
Perú: Inflación y Devaluación Anual
(%). 2009



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Perú ha logrado avances en la administración de la dolarización y ha mantenido el cumplimiento de sus metas de inflación utilizando las tasas de interés de corto plazo como principal instrumento de política monetaria. Luego de la hiperinflación que experimentó este país entre a finales de la década de los ochenta e inicios de la década de los noventa, la variación de los precios se redujo y se mantuvo un promedio de 2.5% entre 2000 y 2009. Incluso en el caso de Perú, los resultados del 2008 y 2009 son consistentes con la tesis de que la reducción de la inflación es un fenómeno global. En 2008 registró una inflación fue de 6.7%, que en el 2009 se redujo a 0.2%.

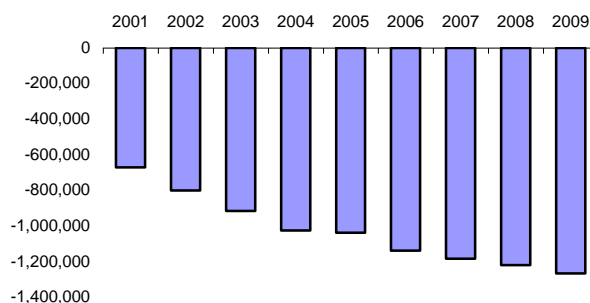
Para lograr este bajo nivel de inflación, el Banco Central de Reserva del Perú participa activamente el mercado de dinero en moneda local y provee de liquidez en moneda extranjera al sistema financiero, procurando mantener sus reservas monetarias internacionales en niveles elevados, al tiempo que mantiene encajes significativamente más elevados a los créditos desde el exterior. También facilita la posibilidad de invertir en dólares, sin necesidad de afectar el mercado cambiario, al ofrecer bonos en moneda nacional que se encuentran indexados al dólar por medio de los Certificados de Depósito Reajustables (CDR). Por último, la autoridad monetaria peruana utiliza un sistema de flotación administrada del tipo de cambio, reservándose la posibilidad de

intervenir ocasionalmente para reducir aumentos de volatilidad, pero no para definir su tendencia.

Patrimonio del Banco Central de Costa Rica

La eficacia de las acciones del Banco Central también ha estado limitada por los desbalances remanentes de la crisis de la deuda de finales de la década de los setenta y principios de la década de los ochenta. Las medidas correctivas que se adoptaron en aquella época hicieron que el Banco Central absorbiera una significativa porción de las posiciones cambiarias del Gobierno y el público, que tras una seguidilla de devaluaciones consumió el capital del Banco Central.

Gráfico 16
Capital del Banco Central de Costa Rica
(Millones de colones)



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Fuente: Banco Central de Costa Rica

El Gráfico anterior muestra como las pérdidas del Banco Central de Costa Rica han continuado y para el cierre del año 2009 su capital era negativo por un monto de equivalente a ₡1.3 billones, lo que representa el 8% del PIB. Esto significa que el Banco Central debe mantener un monto significativamente más alto de pasivos que de activos y esta diferencia genera pérdidas adicionales que deben ser cubiertas con emisión incremental de colones como lo reconoce el Banco Central de Costa Rica:

“...en el caso costarricense la gestión de la liquidez se dificulta por la existencia de un déficit crónico del Banco Central, que crea una condición permanente de exceso de liquidez.”¹⁴

En 2009, los gastos financieros que generan principalmente los intereses por cuenta de los bonos de estabilización monetaria en colones, superaron a los ingresos financieros que mayoritariamente están denominados en dólares por ₡106,458 millones. Esta pérdida se desprende de la exposición a la diferencia entre la tasa de interés en colones y la tasa de interés de los instrumentos del Gobierno de los EEUU, así como de la posición cambiaria que tiene el Banco Central que lo expone al riesgo de apreciación.

¹⁴ Banco Central de Costa Rica. Memoria Anual 2009. Pág. 10

Así la estabilidad de los agregados monetarios y la inflación durante 2009 se vio comprometida por la reducción de las tasas de interés en EEUU y la apreciación del tipo de cambio local.

Pese a esto Banco Central ha sido exitoso en mejorar la situación de su balance contable, al recurrir al uso del encaje para incrementar sus pasivos sin costo y reducir la captación por medio de bonos. Estas acciones benefician el resultado financiero del Banco Central, pero impone costos al sistema financiero. Esta estrategia será efectiva en el largo plazo en la medida que los fondos en manos de la autoridad monetaria sean estables. Este probablemente sea el caso de los montos encajados del sistema financiero, pero no necesariamente en lo referente a los recursos del Sector Público cuyos saldos cambiarán dependiendo de su situación presupuestaria. En épocas de superávit probablemente los fondos serán mayores y en situaciones como la actual los fondos se administrarán más holgados, lo que obliga al Banco Central a captar compitiendo con el Gobierno por los recursos. En definitiva, los cambios han resultado positivos pero no son sustitutos para los beneficios de una institución capitalizada. La fortaleza del colón como moneda depende de la capacidad del Banco Central de absorber pérdidas transitoriamente ante situaciones adversas y esta capacidad radica en su posición patrimonial. Bajo las circunstancias actuales, la falta de capital no le permite al Banco Central tener pérdidas sin que esto presione a la emisión monetaria, ya que cuando el Banco Central tenga que incurrir en mayores déficit –por ejemplo ante el aumento de las tasas de interés–, esta no puede ser descontada de su patrimonio y debe imprimir más colones para cubrirlo.

El arraigado déficit del Gobierno Central ha impedido la corrección del déficit patrimonial del Banco Central por medio de una capitalización o la adjudicación de esta deuda por parte del fisco. De haberse tomado esta decisión en el pasado, actualmente la posición fiscal podría encontrarse más comprometida o –alternativamente– ya se habrían tomado las medidas impositivas y presupuestarias que permitirían hacerle frente a esta obligación. Solo con la mejora de las finanzas del Gobierno Central entre 2004 y 2008, se logró que el Fisco asumiera una parte marginal de esta deuda cuasi-fiscal. El posterior deterioro hace impensable que el Gobierno Central pueda asumir estas obligaciones sin que se haga una reforma fiscal profunda y potencialmente dolorosa.

Conclusiones y Recomendaciones

En el desarrollo de este informe se exploraron los factores determinantes de reducción de la inflación en Costa Rica en el año 2009. Las condiciones relacionadas a la crisis internacional fundamentaron la reducción de la inflación. La reducción de la actividad económica internacional y su impacto en Costa Rica disminuyeron la demanda agregada y las presiones inflacionarias locales transitoriamente. También la contracción de los principales precios internacionales redujo el componente de la inflación importada. Sin embargo, no se puede contar con estos factores para que permanentemente mantengan la inflación en niveles bajos como el observado durante el año 2009.

Desde esta perspectiva, los principales factores de corto plazo que revertirían la inflación son: un fuerte aumento del crédito como reacción a la reactivación económica internacional más acelerada que lo esperado y el aumento de los precios internacionales –principalmente del petróleo–.

Se describió como el uso indistinto de los dólares y los colones como monedas en la economía limita los instrumentos del Banco Central de Costa Rica al generar un efecto riqueza y aumento de la volatilidad del tipo de cambio cuando se flexibiliza el tipo de cambio. El uso generalizado del dólar se arraigó por la seguridad que les dio a los agentes económicos luego de la crisis de la década de los ochenta y por las ventajas que le concede la regulación por encima de la propia moneda nacional. Eliminar estas ventajas y equilibrar las condiciones para ambas monedas es fundamental para potenciar los resultados del esquema de metas de inflación.

En la adopción de un sistema de metas de inflación, el Banco Central de Costa Rica ha implementado medidas que en el mediano plazo mejoraran la efectividad de la política monetaria. Principalmente, un sistema cambiario flexible, un mercado de dinero de corto plazo progresivamente más profundo y un balance más robusto. Pero en este momento, esto no es suficiente para cambiar definitivamente las expectativas de inflación de largo plazo al concentrarse únicamente en herramientas de política en colones que solo tienen impacto directo sobre aproximadamente la mitad de los activos y pasivos del sistema financiero nacional. La efectividad de las metas de inflación será mayor –como en la experiencia de otros países dolarizados– con medidas que propicien la neutralización de los efectos riqueza y volatilidad. Esto se puede lograr preferiblemente por medio de instrumentos que permitan la administración de los agregados monetarios –incluyendo los dólares– y en algunos casos interviniendo el mercado cambiario en forma transparente.

También se argumentó que el faltante de capital del Banco Central de Costa Rica puede limitar el control que tiene sobre la emisión monetaria. Pese a que se ha mejorado la composición de su balance, persiste la necesidad de obtener pasivos sin costo, utilizando más intensivamente instrumentos como el encaje mínimo legal que reducen la eficiencia del sistema financiero al ampliar el margen de intermediación.

Las principales recomendaciones que se desprenden de este informe son:

1. Incluir en la Reforma Fiscal, que indefectiblemente se retomará en el siguiente cuatrienio presidencial, la previsión de gradualmente transferir al Presupuesto del Gobierno Central la deuda del Banco Central asociada a las pérdidas cambiarias de la década de los ochenta.
2. Continuar con la profundización del mercado financiero a largo plazo por medio de instrumentos indexados a la inflación del Banco Central y el Gobierno, que mejorarían su situación de flujo de largo plazo en la medida que logre reducir la inflación.
3. Implementar tasas de encaje diferenciados entre colones y dólares que reflejen el hecho que no existe prestamista de última instancia en dólares. Además los

préstamos del exterior de corto plazo deberían incurrir en este encaje. Con esto se minimiza el sesgo hacia la creación de activos locales en dólares por un beneficio de costos.

4. En línea con la recomendación anterior, reforzar la aplicación de normativa prudencial conducente a que los deudores en dólares tengan un ingreso en dólares.
5. Como alternativa a la necesidad de tener una política monetaria en dólares, introducir la opción de captaciones de corto plazo que repliquen la política monetaria de los EEUU y que a la vez sean trasladadas al mercado norteamericano bajo las mismas condiciones para evitar costos al Banco Central.
6. Propiciar activamente la profundización del mercado cambiario, haciendo transparente la participación del Sector Público. Una alternativa sería el uso de subastas preanunciadas. Si se opta por la intervención en el mercado cambiario debe hacerse para afectar eventos de volatilidad extrema y no para afectar la tendencia.
7. Propiciar el uso de instrumentos derivados para la cobertura del riesgo cambiario.
8. Definir la consecuencia de que el Banco Central no cumpla la meta de inflación anunciada a inicios de cada año.
9. Implementar un programa del Banco Central de cobertura de shocks externos sobre la inflación. En el caso particular del petróleo se podría tener un portafolio de derivados financieros que reduzcan el impacto de la volatilidad de este precio sobre la inflación.

Al igual que con cualquier cambio estructural importante, los mecanismos de formación de expectativas están atravesando transformaciones importantes cuya internalización toma tiempo. La credibilidad del Banco Central dependerá en gran medida de que estas nuevas expectativas sean consistentes con sus objetivos de largo plazo. Para lo cual es recomendable que los cambios sigan siendo graduales. La experiencia de otros países como, prueban que la paciencia conviene para afianzar la confianza en el nuevo sistema.

Glosario

Agregados Monetarios: Es la suma del dinero en circulación más el saldo de los pasivos financieros con mayor grado de liquidez en las entidades financieras. Los agregados monetarios tratan de identificar los elementos que se utilizan como medios de pagos en una economía.

Bienes no transables: Productos que sólo pueden consumirse o utilizarse en la economía en la que se producen. Su precio se define por la interacción de la oferta y demanda local.

Bienes transables: Productos que se comercializan internacionalmente y cuyo precio es definido internacionalmente.

Dinero: es todo medio de intercambio común, que sea generalizadamente aceptado como medio de pago en una sociedad, que sea depósito de valor y que sirva como unidad de medida.

Encaje mínimo legal: Porcentaje del dinero depositado en un banco que debe ser mantenido en cuenta corriente en el Banco Central, que no puede destinarse a invertir o hacer préstamos. En Costa Rica este porcentaje está definido actualmente en 15%.

Inflación: Crecimiento sostenido y generalizado del nivel de precios.

Índice de Precios al Consumidor (IPC): Es un indicador estadístico que mide la variación media de los precios de un conjunto de bienes y servicios representativos del gasto de consumo de los hogares, y tiene como objetivo medir la evolución de los precios de una canasta determinada de bienes y servicios entre dos momentos distintos en el tiempo. Para realizar el cálculo del IPC mensualmente se les investiga el precio al grupo de 292 bienes y servicios que conforman la Canasta de Consumo. (www.inec.go.cr)

Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX): servicio por medio del cual las entidades participantes negocian y liquidan con el BCCR, entre sí, sus operaciones de compra y venta de monedas extranjeras, de conformidad con las disposiciones definidas en el Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado.

Producto Interno Bruto (PIB): Es el valor agregado total producido en la forma de bienes y servicios por empresas nacionales y extranjeras dentro del territorio nacional durante un período de tiempo.

Producto Nacional Bruto (PNB): Es el valor agregado total producido únicamente por empresas nacionales durante un período de tiempo. Difiere del PIB en que no considera la cantidad flujo de bienes y servicios producidos por las empresas extranjeras y si considera la producción de empresas nacionales en el extranjero.

Tasa Básica Pasiva: La tasa de interés básica pasiva es un promedio ponderado calculado por el Banco Central de Costa Rica de las tasas de interés de los bancos comerciales del Sistema Bancario Nacional y las empresas financieras no bancarias, para las operaciones pasivas en moneda nacional a seis meses plazo y de los resultados de la subasta de bonos del Banco Central de Costa Rica y el Ministerio de Hacienda al plazos en torno a seis meses

Bibliografía

- Alvarez-Plata, Patricia y Alicia Garcia-Guerrero. Diciembre 2008. To Dollarize or De-dollarize: Consequences for Monetary Policy. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Discussion Paper 842, Berlin, Alemania.
- Baliño, Tomás; Adam Bennett y Eduardo Borensztein. 1999. Monetary Policy in Dollarized Economies. Fondo Monetario Internacional, Occasional Paper 171. Washington DC, EEUU.
- Banco Central de Costa Rica. Enero 2008. Programa Macroeconómico 2008-2009. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Enero 2009. Programa Macroeconómico 2009-2010. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Mayo 2009. Primer Revisión del Programa Macroeconómico 2009-2010. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Marzo 2009. Memoria Anual 2008. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Marzo 2010. Memoria Anual 2009. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica, División Económica. Diciembre 2009. Evolución de la Balanza de Pagos: Enero-Setiembre del 2009. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica, División Económica. Mayo 2010. Informe de Inflación. San José, Costa Rica.
- Carstens, Agustín. Julio 2004. Veinte años sin crisis en Costa Rica: El punto de vista del FMI. Discurso del Subdirector Gerente, Fondo Monetario Internacional Ante la Academia Centroamericana, Costa Rica Seminario sobre volatilidad y vulnerabilidad. San José Costa Rica.
- Castrillo R., Desirée; Carlos Mora G. y Carlos Torres G. Octubre 2008. Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Costa Rica: Período 1991-2007. Banco Central de Costa Rica, Documento de Investigación DIE-07-2008-DI. San José, Costa Rica.
- De Nicoló, Gianni; Patrick Honohan, y Alain Ize. Agosto 2003. Dollarization of the Banking System: Good or Bad?. World Bank Policy Research Working Paper 3116. Washington DC, EEUU.
- Esquivel Monge, Manfred. 2010. Medias truncadas del IPC en 2009, un indicador alternativo de inflación subyacente. Banco Central de Costa Rica, Documento de Investigación DEC-DIE-002-2010. San José, Costa Rica.
- Fondo Monetario Internacional, Western Hemisphere Department. Noviembre 2009. Costa Rica: Staff Report for the Second Review Under the Stand-by Arrangement. Washington DC, EEUU.

- Gutiérrez, Francisco de Paula. Presidente del Banco Central de Costa Rica. Entrevista realizada el 1ero de Junio de 2010.
- Gulde, Anne-Marie; David Hoelscher; Alain Ize; David Marston y Gianni De Nicoló. 2004. Financial Stability in Dollarized Economies. Fondo Monetario Internacional, Occasional Paper 230. Washington DC, EEUU.
- Krugman, Paul. 1992. Exchange Rates in a Currency Band: A Sketch of the New Approach. Paul Krugman y Marcus Miller Editores. Exchange Rate Targets and Currency Bands. New York, EEUU: Press Syndicate of the University of Cambridge, 1^{era} Edición, páginas 9-16.
- Leiderman, Leonardo; Rodolfo Maino y Eric Parrado. Junio 2006. Inflation Targeting in Dollarized Economies. Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/06/157. Washington DC, EEUU.
- Lindenberg, Nannette; Frank Westermann. Septiembre 2009. How Strong is the Case for Dollarization in Costa Rica? A Note on the Business Cycle Comovements with the United States. CESifo Working Paper No. 2785. Osnabrück, Alemania.
- Lizano, Eduardo. Julio 2007. Las Bandas Cambiarias y la Tasa de Interés en Costa Rica. Academia de Centroamérica. San José, Costa Rica.
- Mishkin, Frederic S. March. 2000. Inflation Targeting in Emerging Market Countries. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series 7618. Cambridge Massachusetts, EEUU.
- Mora Arias, Mariela y Eduardo Prado Zúñiga. 2007. El Régimen de Banda Cambiaria: Hacia la Flexibilidad Cambiaria y el Control de la Inflación. Decimotercer Informe sobre el Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible. San José, Costa Rica.
- Morandé L., Felipe y Matías Tapia G. Diciembre 2003. Política Cambiaria en Chile: El Abandono de la Banda y la Experiencia de Flotación. Revista Economía Chilena, Volumen 5, N° 3. Santiago de Chile.
- Quispé Misaico, Zenón. 2000. Política Monetaria en una Economía con Dolarización Parcial: El caso del Perú. Banco Central de la Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos No. 6. Lima, Perú.
- Reinhart; Carmen M.; Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano Octubre. 2003. Addicted to Dollars. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series 10015. Cambridge Massachusetts, EEUU.
- Schmidt-Hebbel, Klaus y Alejandro Werner. Julio 2002. Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate. Banco Central de Chile, Documento de Trabajo No 171. Santiago, Chile.
- Ulate, Anabelle y Luis Diego Rojas. 2009. Tipo de Cambio, Tasas de Interés e Inflación en Costa Rica: 2006-2008. Decimoquinto Informe sobre el Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible. San José, Costa Rica.

Dificultades en la Investigación

Tema/ variable	Institución/ Departamento	Tipo de dificultad enfrentado	Observación/sugerencia
a. Estimación de la velocidad del dinero por moneda	a. Banco Central	a. no disponible	a. La diferencia en las condiciones en colones y en dólares hace relevante poder medir la dinámica de cada una de las monedas en Costa Rica
b. Posición cambiaria del Gobierno Central	b. Tesorería Nacional / Banco Central de Costa Rica	b. no disponible	b. Dada la relevancia de la posición cambiaria del Gobierno es un dato que permite evaluar mejor las vulnerabilidades del sistema cambiario y de las finanzas públicas