



**DECIMOCTAVO INFORME
ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO
HUMANO SOSTENIBLE**

Informe Final

**Principales resultados y limitaciones de la política monetaria y
cambiaria en el 2011**

*Investigador:
Isaac Castro*



Nota: Las cifras de las ponencias pueden no coincidir con las consignadas por el XVIII 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
Comportamiento de la inflación, tasas de intereses locales y el tipo de cambio	4
Inflación.....	4
¿Qué modificaciones estructurales se llevaron a cabo en el 2011?	6
¿Qué otros factores explican el logro de una inflación de un dígito?.....	9
¿Qué factores explican una menor diferencia entre el nivel de inflación de los bienes regulados y no regulados, así como de transables y no transables?	12
Tasas de interés.....	14
La menor responsabilidad de las tasas de interés de cargar con el ajuste	18
Tipo de cambio	19
¿Por qué si el tipo de cambio tiene mayor responsabilidad de ajuste aún esta no es necesaria?	21
Evolución del crédito y otros agregados monetarios	24
Política monetaria y cambiaria: un proceso de cambio que aún no finaliza	27
Logros del proceso de transformación de la política monetaria y cambiaria	29
Retos que enfrenta el proceso de transformación	29
Prospección de la política monetaria y cambiaria para el 2012	31
Riesgo y vulnerabilidades del nuevo esquema de política.....	33
Importancia de la estabilidad en el Sistema Financiero Costarricense	34
Conclusiones y Recomendaciones	35
Bibliografía.....	37
Anexo	38
Notas	41

Resumen Ejecutivo

El objetivo general de esta ponencia es establecer los alcances y retos de la política monetaria y cambiaria que se aplica actualmente en Costa Rica. El 2011 se caracterizó por observar un cumplimiento del objetivo inflacionario, así como una relativa estabilidad en las tasas de interés y el tipo de cambio. El logro por tres años consecutivos de un nivel bajo de inflación se explica por los avances en la implementación de la tasa de interés a un día como la meta operativa del esquema de metas de inflación, junto con la no existencia de presiones de demanda, la estabilidad del tipo de cambio, una reducción de las expectativas de inflación y factores externos ligados a la evolución que muestran los precios internacionales del petróleo y alimentos. El bajo nivel de tasas de interés es consecuencia de la menor responsabilidad de cargar con el ajuste, mientras que el tipo de cambio, que si tiene la responsabilidad, se vio beneficiado por la evolución favorable de la balanza de pagos. Es en este contexto que se presenta el proceso gradual y ordenado para alcanzar la implementación del esquema de metas de inflación. Proceso que ha implicado una serie de logros por parte de la autoridad monetaria, pero que a su vez establece una serie de retos para llevar a buen puerto el proceso de transformación.

Descriptor: Inflación, tasa de interés, tipo de cambio, meta de inflación, meta operativa, tasa de política monetaria, política monetaria, política cambiaria, régimen cambiario, banco central.

Comportamiento de la inflación, tasas de intereses locales y el tipo de cambio

En este apartado se describen los aspectos, observados y registrados en el 2011, que están relacionados con la evolución de la inflación, tasas de interés (tanto en colones como en dólares) y tipo de cambio del dólar respecto al colón.

Durante dicho año, se observó el cumplimiento del objetivo inflacionario establecido por el Banco Central de Costa Rica (BCCR), así como una reducción de la dispersión de los niveles de inflación, cuando esta se analiza por cada uno de los subíndices que componen el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Respecto a las tasas de interés, se observó una relativa estabilidad, la cual fue interrumpida en el caso de colones, por un incremento en los niveles de tasas de interés durante el último trimestre del 2011, situación que se puede asociar a las dificultades que experimentó el gobierno central para financiar el déficit fiscal.

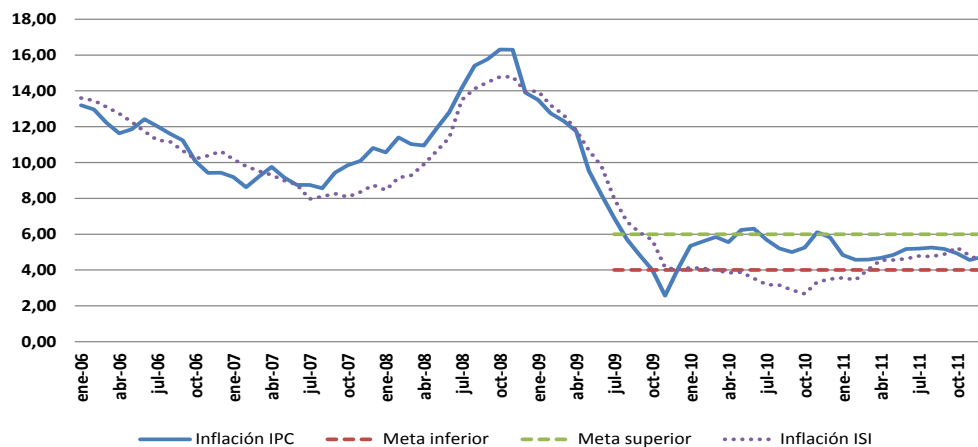
Por último, se describe lo acontecido con el tipo de cambio, con un primer semestre del 2011, en el cual el tipo de cambio osciló menos y en buena parte de dicho período se ubicó cerca del límite inferior de la banda cambiaria, que obligó la intervención del BCCR en el mercado cambiario. Con un segundo semestre, que registra una mayor volatilidad y una nula intervención del BCCR en el mercado interbancario de divisas.

Inflación

En el 2011, la inflación en Costa Rica mostró una trayectoria a la baja con respecto a los niveles observados en el 2010. A diciembre de 2011 la inflación anual¹ alcanzó un 4,7%, con lo cual se ubicó dentro del rango meta establecido por el BCCR. Es el tercer año consecutivo en que la inflación observada está acorde con el objetivo inflacionario propuesto en los programas macroeconómicos de la autoridad monetaria del país. Asimismo, en que el proceso de desinflación parece tener éxito en conducir el nivel de inflación hacia el objetivo de mediano plazo.

A pesar de que durante el 2011, la inflación subyacente² se aceleró con respecto a los niveles registrados en el 2010; al término del 2011 la inflación anual subyacente cerró en 4,5%, con lo cual se ubicó dentro del rango meta de inflación y disminuyó la disparidad que mostró durante el 2010 con respecto a la inflación medida mediante las variaciones del IPC.

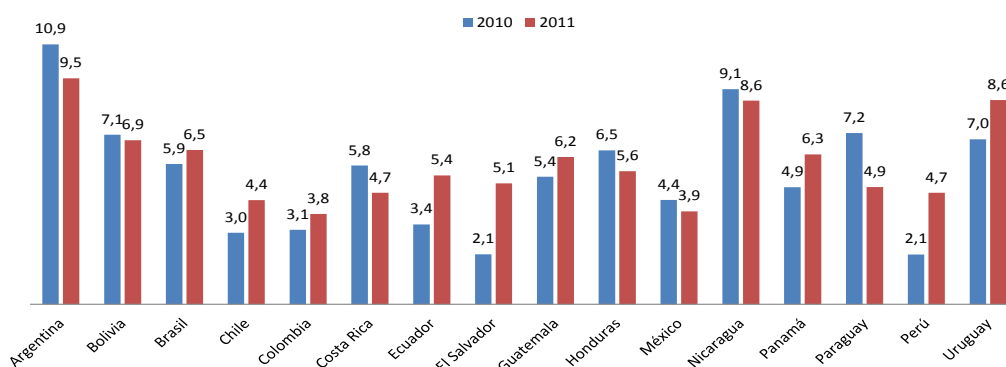
Gráfico 1
Costa Rica: Inflación interanual
 (porcentaje)



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

Una comparación del nivel de inflación registrado en Costa Rica al final del 2011, con los niveles de inflación observados en el resto de países de la región Latinoamérica, permite concluir los siguientes aspectos: a) Costa Rica es uno de los pocos países de la región que muestra una reducción del nivel de inflación entre 2011 y 2010, b) lo que le permite por vez primera ubicarse dentro del conjunto de países con niveles de inflación bajo (menor al 5%), y c) logra un nivel de inflación menor a los niveles de inflación registrados en países con economías dolarizadas.

Gráfico 2
Inflación: Latinoamérica
 (porcentaje, variación interanual del IPC)



Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.eclac.org

Otro aspecto a resaltar, tal como se muestra en el Cuadro 1, es que al descomponer el IPC en los diferentes subíndices, se tiene una menor dispersión de los niveles de inflación registrados por estos con respecto al nivel de inflación global. Mientras que en los cuatro años anteriores al 2011, la diferencia entre la inflación máxima registrada en algún subíndice respecto a la inflación mínima en otro subíndice fue de 6,85 puntos porcentuales, en el 2011 dicha diferencia fue de 1,45 puntos porcentuales.

Cuadro 1

IPC: Subíndices

(variación interanual a diciembre de cada año)

	2007	2008	2009	2010	2011
IPC	10,81	13,90	4,05	5,82	4,74
Regulados	11,14	11,73	7,19	8,56	3,98
No Regulados	10,72	14,45	3,27	5,13	4,94
Bienes	11,52	13,49	1,24	4,23	4,06
Servicios	10,02	14,37	7,18	7,51	5,43
Transables	7,24	8,97	2,74	1,04	4,57
No Transables	13,16	16,99	4,81	8,56	4,82

Fuente: Banco Central de Costa Rica

También es la primera vez que ningún de los subíndices muestra niveles de inflación por encima del rango de meta inflacionario. Solamente el subíndice de los bienes regulados muestra un nivel de inflación inferior a este rango meta.

¿Qué modificaciones estructurales se llevaron a cabo en el 2011?

En este apartado se pretende detallar y analizar los factores estructurales que explican por qué se dan los niveles observados en inflación. Los bancos centrales que han adoptado el esquema de metas de inflación “no pretenden simplemente controlar la inflación, sino que tratan también de mitigar las fluctuaciones de la producción, evitar grandes oscilaciones en los tipos de interés y en el tipo de cambio, así como mantener la estabilidad del sistema financiero.”³

En los diversos programas macroeconómicos del BCCR, se ha señalado que dentro de la meta estratégica esta “avanzar, gradual y ordenadamente, hacia un esquema monetario de metas de inflación, en procura de ubicar la inflación, en el largo plazo, en niveles similares a los que presentan los principales socios comerciales del país (entre 3% y 4% anual)”⁴.

Si se parte de que estos avances hacia un nuevo esquema de política monetaria contribuyen al logro de una menor inflación y su alineamiento con la de los principales

socios comerciales, entonces es pertinente, detallar y analizar qué avance o cambios introdujo el BCCR en el 2011 que contribuyeran a mejorar la efectividad de la política monetaria.

A mediados del 2011 la autoridad monetaria del país redefinió la Tasa de Política Monetaria (TPM)⁵, con el objetivo de que se convirtiese en valor de referencia de corto plazo para los diversos agentes económicos y la fijó en un 5%. Simultáneamente estableció un corredor de tasas de interés, mediante la incorporación de una Facilidad Permanente de Crédito (FPC), cuya tasa de interés corresponde a la TPM más 100 puntos base, y una Facilidad Permanente de Depósito (FPD) con una tasa de interés igual a la TPM menos 100 puntos base.

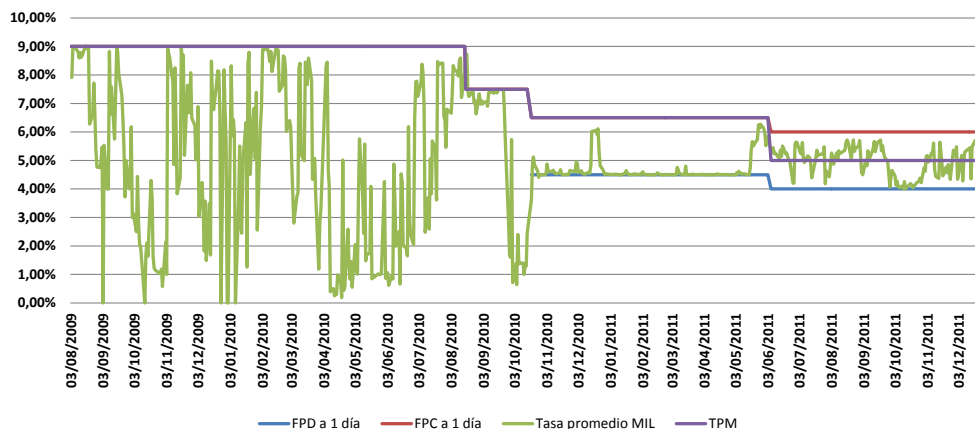
Estos cambios fueron implementados sobre la plataforma de negociación del Mercado Integrado de Liquidez (MIL)⁶, aspecto de vital importancia, pues es por medio de este mercado en el que BCCR realizó las intervenciones discrecionales que le permitieron influir sobre los mercados de dinero y por ende en la tasa de interés, el nuevo instrumento de política monetaria.

Tal intervención discrecional, quedó configurada mediante el ofrecimiento de Operaciones Diferidas de Liquidez (ODL) a 1 día, 7 días y 14 días, tanto para inyectar o extraer liquidez de los mercados de dinero, según lo requirieron las participantes del MIL.

¿Qué impactos produjeron los cambios detallados en los párrafos anteriores? En primer lugar, se observaron dos de los aspectos pretendidos por los bancos centrales que adoptan los esquemas de metas de inflación. Que para el caso del BCCR, consistió no sólo en mantener bajo control el nivel de inflación, sino también en lograr una menor volatilidad de la tasa de interés de corto plazo.

En el gráfico 3, se puede observar el proceso gradual que ha seguido el BCCR, desde agosto de 2009. Dicho proceso gradual se puede dividir en tres periodos, el primero que va de agosto 2009 a setiembre 2010, cuya principal característica es una altísima volatilidad en la tasa de interés a un día con lo que se contrataba en el MIL, lo cual no es más reflejo de las altas posiciones de liquidez con que contaban los participantes del sistema financiero y que ocasionaron que la tasa de interés se alejase considerablemente de la TPM establecida para dicho período. Un segundo período, que comprende de octubre 2010 a junio 2011, en el que el BCCR empezó a ofrecer la FPD a un día con una tasa de interés del 4,50%, lo que motivó a que todos aquellos participantes del MIL con excesos de liquidez a transferir esa liquidez al BCCR⁷ y se continuó observando la diferencia respecto a la TPM. Un tercer periodo, comprendido de junio del 2011 en adelante, en el cual se establece el corredor de tasas de interés indicado anteriormente, que ocasionó que la tasa de interés a un día ya no muestre la volatilidad registrada en el primer periodo, ni se observen los excedentes permanentes de liquidez del segundo periodo, con lo cual la tasa de interés promedio del MIL a un día empieza a oscilar alrededor de la TPM.

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

Segundo, la introducción de la FPC y la posibilidad de negociar liquidez entre agentes distintos del BCCR, implicó una mejora en la gestión de tesorería de las instituciones financieras, pues estos ya no tuvieron que almacenar grandes dotaciones de liquidez para hacer frente a sus obligaciones, principalmente, porque contaron con la posibilidad de acudir a otros intermediarios financieros o al mismo BCCR, para cerrar cualquier brecha negativa de liquidez.

Por tanto, se puede señalar que estos cambios estructurales tienen los siguientes efectos:

1. La TPM empezó a perfilarse como una tasa de interés de referencia de corto plazo, así lo muestra la oscilación de la tasa de interés promedio de las negociaciones realizadas en el MIL.
2. La reducción de la volatilidad en las tasas de interés reflejó que el sistema financiero empezó a trabajar con menos liquidez excedente.
3. Lo que propició un manejo más eficiente de los agregados monetarios líquidos, lo que contribuyó a reducir la posibilidad de observar un desequilibrio monetario, que pudiese poner en riesgo el cumplimiento del objetivo inflacionario y por ende contribuye al logro de inflaciones de un dígito.

¿Qué otros factores explican el logro de una inflación de un dígito?

En el apartado anterior, se señaló que una mejor eficacia de la política monetaria por parte del BCCR está contribuyendo al logro de inflaciones de un dígito. No obstante, existen otros factores que están complementando que el país experimente bajos niveles de inflación. Dentro de estos factores se pueden citar la ausencia de presiones de demanda, la estabilidad que muestra el tipo de cambio, una reducción en las expectativas de inflación y factores externos ligados a la evolución que muestran los precios internacionales del petróleo y alimentos.

En el cuadro 2 se observa el comportamiento de la producción y el desempleo durante la última recesión experimentada por la economía costarricense. Por ejemplo, el valor del PIB real de 2011 es de 2.263.952 millones de colones de 1991. Si se utiliza el valor del PIB real de 2007 como base, se puede calcular el PIB real que se habría alcanzado en 2011 si el nivel de actividad hubiese crecido a una tasa promedio del 4,50%⁸, ese valor es el PIB real hipotético; que para el 2011 alcanza un monto de 2.434.900 millones de colones de 1991. Por tanto, se puede calcular para el 2011 un déficit en el PIB real de 170.949 millones de colones de 1991, lo cual equivale a un 7,02% del nivel hipotético de la producción. En promedio para los últimos tres años, el déficit estimado en el nivel de producto es del 6,87%.

Cuadro 2

Determinación de brecha de producto y subutilización del trabajo

Año	2009	2010	2011
Año base	2007	2007	2007
PIB real (millones colones de 1991)	2.076.282,7	2.173.450,2	2.263.951,8
PIB real hipotético (millones colones 1991)	2.229.711,6	2.330.048,6	2.434.900,8
Déficit (millones colones 1991)	153.428,9	156.598,4	170.949,0
% Déficit	6,88%	6,72%	7,02%
Tasa de desempleo	8,40%	7,29%	7,66%
Tasa de desempleo hipotéticos	4,60%	4,60%	4,60%
Déficit	3,80%	2,69%	3,06%

Adicionalmente, en el cuadro 2 se muestra el comportamiento de la tasa de desempleo durante los últimos tres años comparada con la tasa de desempleo registrada en el 2007. En promedio, la tasa de desempleo aumentó en 3,18% durante los últimos tres años. Por tanto, el déficit en el nivel de producto y una menor utilización del trabajo producen una brecha de producto, es decir, menores presiones de demanda agregada sobre los precios internos.

Un segundo elemento que contribuyó a la observancia de un nivel bajo de inflación es la estabilidad observada en el tipo de cambio⁹. Esta estabilidad provocó la inactivación del índice de incidencia¹⁰, el cual consiste en la capacidad de una “empresa de transmitir al cliente las variaciones de los tipos de cambio”¹¹. Este índice oscila entre 0

y 1, en caso de que ser 0 lo que significa es que un aumento o disminución del tipo de cambio no provoca variaciones en los precios domésticos de los bienes y servicios, por el contrario si es igual a 1 es indicativo de que las empresas trasladan en un 100% los aumentos o disminuciones del tipo de cambio¹².

En el Informe de Inflación de Junio 2009, el BCCR presenta la actualización del índice de incidencia para Costa Rica, el cual indica que esta incidencia se reduce por motivos de la modificación del régimen cambiario en octubre de 2006, al pasar del 0,40 (entre enero 1996 y setiembre 2006) al 0,22 (entre octubre 2006 y diciembre 2008); adicionalmente, que se elimina el efecto rezago pues las variaciones en el tipo de cambio se incorporan a los precios en el mismo mes que se produce la variación (anteriormente el rezago era de 4 meses).

Por tanto, bajo el supuesto de que las empresas incorporan el último día de mes las variaciones que ha experimentado el tipo de cambio y además es en la proporción que señalan el índice de incidencia que reportan los documentos del BCCR, se tiene que los precios internos durante el 2011 no debieron de variar sustancialmente. En el cuadro 3, se muestran las incidencias que mostrarían los precios internos bajo la suposición anterior y para el tipo de cambio de compra y venta, las cuales en promedio no mostrarían una presión sobre el nivel de precios interno¹³.

De igual forma, se podría suponer que las empresas son inflexibles con una incidencia hacia la baja por parte del tipo de cambio, con lo cual solo realizarían ajustes hacia el alza, pero una vez más se concluiría que durante el año 2011, el tipo de cambio no ejerció presión sobre el nivel de precios interno, pues este se mantuvo alrededor de la banda inferior.

En todo caso, es importante recalcar que un bajo índice de incidencia implica que ante situaciones que conlleven disminuciones en el tipo de cambio, estas disminuciones no serán trasladadas hacia el consumidor, por lo que un bajo índice de incidencia en situaciones a la baja del tipo de cambio activa un efecto de redistributivo del ingreso, principalmente porque se da un traslado de ingresos de los consumidores hacia los sectores comerciales. Adicionalmente, un aspecto que deberá ser estudiado en el futuro es cómo se comporta este índice de incidencia ante un entorno en que el tipo de cambio aumenta.

Cuadro 3

Determinación de la incidencia del Tipo de Cambio en los precios

	Incidencia con TC	
	Compra	Venta
ene-11	-0,30%	-0,31%
feb-11	-0,16%	-0,13%
mar-11	-0,07%	-0,06%
abr-11	0,00%	0,01%
may-11	0,19%	0,20%
jun-11	-0,06%	-0,07%
jul-11	0,05%	0,06%

ago-11	0,27%	0,25%
sep-11	0,11%	0,13%
oct-11	0,06%	0,05%
nov-11	-0,38%	-0,38%
dic-11	0,19%	0,27%

Otro factor que influyó en la obtención de una baja inflación, está relacionado con la evolución de las expectativas de inflación. “La formación de expectativas en economía ocupa un lugar importante en la explicación de las conductas de los agentes, ya que parece razonable suponer que en ésta influyen no sólo el pasado y el presente (los valores pasados y presentes de las variables que les afectan), sino también las expectativas que los interesados tengan acerca del futuro (los valores futuros esperados de dichas variables).”¹⁴

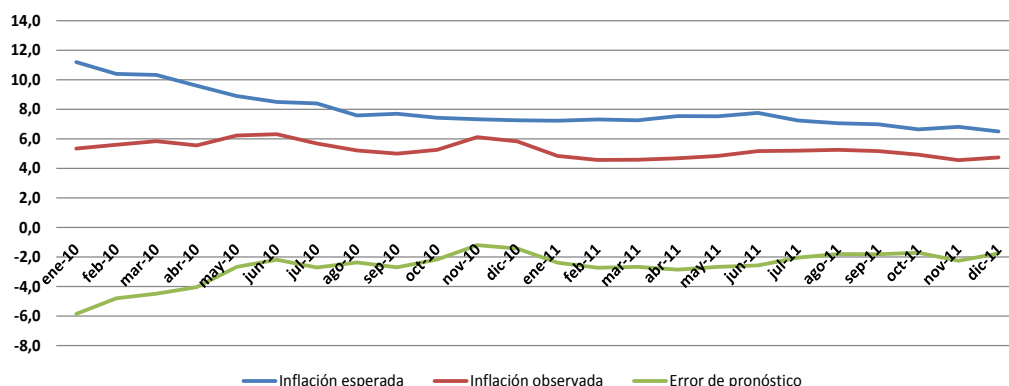
“Para tomar diversas decisiones, como la elección entre consumir ahora o más tarde, las personas desean saber cómo cambiarán los precios con el tiempo. Por ello las personas hacen pronósticos o formulan expectativas de tasas de inflación. (...) En general, los pronósticos de inflación no son totalmente acertados.”¹⁵ Con lo cual al no ser completamente acertados, los agentes económicos, existen un error de pronóstico, este puede ser visualizado en el gráfico 4.

Respecto al error de pronóstico se evidencia una sistemática corrección del error en el pronóstico de la inflación esperada, lo cual sugiere que en Costa Rica las autoridades monetarias enfrentan a agentes que utilizan un esquema de expectativas adaptativas¹⁶.

Por tanto, si en los dos últimos años los agentes han estado revisando a la baja su expectativa de inflación y esta variable es relevante en la conducta de estos, es de esperar que las decisiones que han estado tomando los agentes económicos es en un contexto de menor inflación esperada, por ende, estas menores expectativas están siendo transferidas en los diferentes contratos que se establecen entre los agentes económicos.

Gráfico 4

Costa Rica: Inflación observada, inflación esperada y error pronóstico



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

Por último, el precio internacional del petróleo mostró un comportamiento relativamente estable. La mayor parte del tiempo cotizó por debajo de los \$100 el barril y en buena parte del 2011 se cotizó por debajo de los \$80. Tal característica también fue observada en el resto de cotizaciones de alimentos. Este último factor externo, coadyuvo a que la inflación se mantuviese baja durante el 2011.

En resumen, una brecha de producto respecto al producto potencial de Costa Rica que evita la observancia de presiones de demanda, una baja incidencia de los efectos del tipo de cambio en los precios internos, el proceso de adaptar las expectativas de inflación y la estabilidad en los precios del petróleo y los alimentos, se convirtieron en los factores complementarios para alcanzar una inflación de un dígito durante el 2011.

¿Qué factores explican una menor diferencia entre el nivel de inflación de los bienes regulados y no regulados, así como de transables y no transables?

Durante el 2011 se observó una menor dispersión de los niveles de inflación observados en cada uno de los subíndices en que se descompone el IPC. A continuación se presentan las hipótesis que explican por qué se generó esta situación.

Respecto a la menor diferencia del nivel de inflación entre los subíndices de transables y no transables, esta se debe al diferente comportamiento mostrado por el tipo de cambio durante el 2011, respecto a años anteriores y la forma en cómo este comportamiento es internalizado por los productores de bienes transables y no transables.

En el cuadro 4 se observa como si se proyecta la volatilidad¹⁷ diaria del MONEX en un horizonte de un año, se tiene que la mayor volatilidad anual se alcanza en el 2010 y es precisamente en el 2011 donde se tiene la menor volatilidad. Este aspecto es significativo, pues desde la existencia de las bandas cambiarias, es en el 2011 donde el tipo de cambio alcanza la mayor estabilidad respecto a los años anteriores.

Cuadro 4

Volatilidad del tipo de cambio

	2007	2008	2009	2010	2011
Promedio de variación diaria	-0,025%	0,048%	-0,032%	-0,036%	-0,013%
Varianza diaria	0,001%	0,003%	0,002%	0,004%	0,001%
Desviación estándar diaria	0,276%	0,541%	0,444%	0,625%	0,299%
Desviación estándar anual	4,37%	7,54%	6,23%	8,82%	4,24%

Tal y como se indicó anteriormente, el índice de incidencia consiste en la capacidad de los productores de transmitir al cliente las variaciones de los tipos de cambio. Es de esperar que los productos de bienes transables, al ser sujetos de comercio internacional y existir bienes sustitutos, incorporen de forma más rápida las variaciones que experimenta el tipo de cambio pues de lo contrario serían desplazados por aquellos productores que si incorporan los cambios. De hecho estas variaciones son incorporadas en el mismo mes en que se experimenta la variación, lo que provoca que los bienes transables muestren en promedio una menor variación¹⁸.

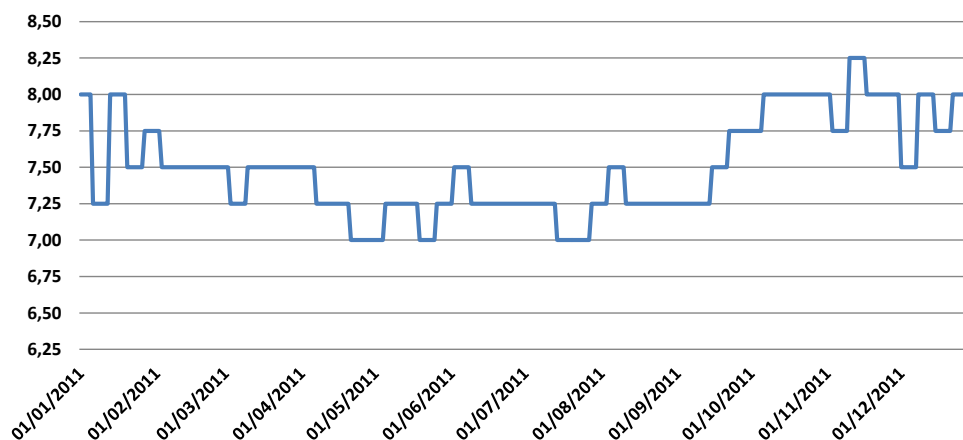
Por el contrario, los productores de bienes no transables, al no ser sujetos de comercio internacional, están expuestos a un mayor nivel de exposición económica, el cual consiste en que el valor de la empresa se modificará ante cambios inesperados en el tipo de cambio. Ante esta incertidumbre que enfrentan los productores de bienes no transables es que se ven motivados a minimizar el impacto de una alta volatilidad no esperada en el tipo de cambio, por tanto, una forma de evitar dicho riesgo consiste en incorporar en los precios de los bienes no transables las eventuales subidas, y que por ende no se han observado, que puede experimentar el tipo de cambio.¹⁹ De esta forma llevan a cabo una inmunización del valor de la empresa ante una subida no esperada del tipo de cambio.

Adicionalmente, la menor diferencia de inflación también se observó entre los índices de bienes regulados y no regulados; consecuencia del ya señalado comportamiento del precio internacional del petróleo. Durante el 2011, el petróleo mostró una cotización entre el rango de \$74,99 y \$114,81 el barril, y una cotización promedio de \$95,25 el barril, pero en buena parte del 2011 la cotización se mantuvo por debajo de los \$80 por barril²⁰. Esta característica evitó el ajuste de las tarifas de los servicios regulados, con lo cual se facilitó que no se presentara una diferencia del nivel de inflación entre los subíndices de bienes regulados y no regulados.

Tasas de interés

Respecto al comportamiento de las tasas de interés, el 2011 se caracterizó por mostrar un descenso en los primeros nueve meses del año y un aumento en el último trimestre del año, principalmente en las tasas de interés pasivas. Al observar la Tasa Básica Pasiva (TBP)²¹, se tiene que esta tasa inició y terminó el año en un nivel de 8,00%. 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 Ministerio de Hacienda (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).

Gráfico 5
Costa Rica: Tasa Básica Pasiva
(porcentaje)



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

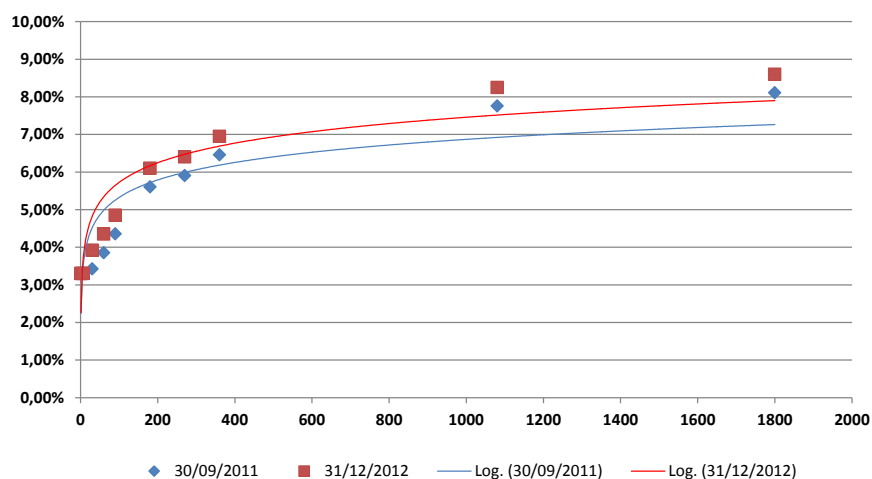
Como se indicó anteriormente, en los primeros nueve meses del 2011, la TBP disminuyó en 75 puntos base²², al pasar del 8,00% al 7,25% para finales de setiembre; mientras que en el último trimestre del año se revirtió el descenso experimentado durante los tres trimestres anteriores. En los primeros cinco meses del 2012, la TBP ha mostrado una senda alcista que ha ubicado a esta tasa en un nivel del 10%.

Puesto que la tasa de interés nominal tiene un componente de inflación y otro componente real, entonces si la inflación durante el 2011 fue estable alrededor de la meta de inflación, qué influyó para que el componente real se incrementase en la TBP. En definitiva, el incremento en el componente real está asociado a las dificultades que experimentó el gobierno central para obtener el financiamiento que permita cubrir el déficit fiscal, estas dificultades se observaron en el último trimestre del 2011.

Tal incremento se ha visto reflejado en la Estructura Temporal de Tasas de Interés (ETTI)²³. 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 Directo.

En el gráfico 6 se muestra la ETTI de los depósitos electrónicos de Central Directo registrada en el último día del 2011, la cual es superior en aproximadamente 50 puntos base a la ETTI registrada el 30 de setiembre de 2011. Este desplazamiento de la curva se experimentó con los vencimientos superiores o iguales a 30 días, por lo que solamente las tasas de interés de muy corto plazo se mantuvieron sin variación en el último trimestre del 2011. Este mismo comportamiento se experimentó en la curva de rendimientos exigida en el mercado secundario de deuda pública costarricense, lo que a su vez incidió en el rendimiento exigido por los inversionistas en mercado primario de deuda pública.

Gráfico 6
Costa Rica: ETTI



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

Durante el primer semestre del 2011, el Ministerio de Hacienda (MH) no encontró dificultad para financiar el déficit, en concreto los bancos del estado fueron compradores muy agresivos de los bonos emitidos por el MH. Esta situación cambió en el segundo semestre del 2011, por lo que el MH encontró una mayor dificultad para colocar los bonos y por ende para financiar el déficit. Los bancos que acumulan estos bonos, solo los pueden sostener en el balance mediante el financiamiento de corto plazo (sus captaciones) o mediante financiamientos en el mercado de bolsa (reportos).

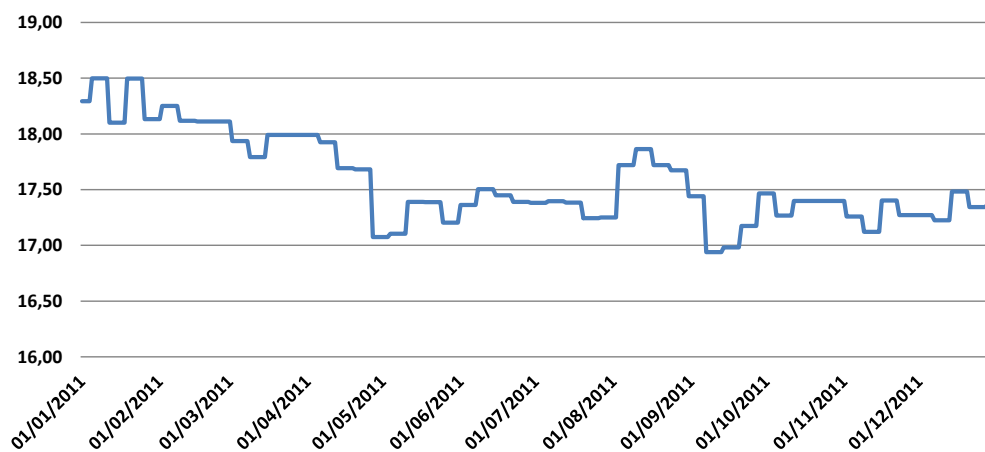
A finales del 2011, las instituciones financieras encontraron dificultad para financiar sus compras de bonos públicos, principalmente en el mercado de reportos, los dadores de recursos en este mercado se retiraron y empezaron a exigir mayores rendimientos. Esto dificultó el negocio de margen que realizan los bancos que atesoraron los bonos públicos. Por tanto, los bancos al ver reducido el negocio de margen y un mayor nivel de rendimiento en el mercado de reportos, revisaron los precios de compra de los bonos, a la baja, y por ende, transfirieron el mayor rendimiento del mercado de reportos hacia un mayor rendimiento exigido en el mercado primario de bonos públicos.

Adicionalmente, la estrategia de fondeo de los bancos buscó el logro de recursos vía captaciones, mediante un aumento en las tasas de interés de los certificados de depósito, para continuar sosteniendo el inventario de bonos públicos adquiridos durante el primer semestre. Lo cual guarda relación con el aumento observado en la TBP durante el último trimestre del 2011.

Al observar la tasa de interés activa promedio del SFN, se tiene que esta tasa inició en 18,29% y terminó el año en un nivel de 17,36%, lo cual significa que durante el 2011 esta tasa experimentó una reducción de 94 puntos base. Como se observa en el gráfico 7, la tasa activa promedio experimentó en los primeros siete meses del año un marcado descenso²⁴, que se revirtió en las primeras dos semanas de agosto, para volver a tomar la senda bajista en la segunda quincena de agosto y mantener una estabilidad en el último trimestre del año. No obstante, en lo que va del 2012, las tasas de interés activas han mostrado un aumento de 188 puntos base, lo que ubica a la tasa de interés activa promedio del SFN en un nivel del 19,24%.

Por tanto, el incremento en el componente real que se explicó para las tasas de interés pasivas, consecuencia de las dificultades para lograr el financiamiento que permita cubrir el déficit fiscal; se puede extender a las tasas de interés activas. Con lo cual el comportamiento ascendente de las tasas de interés activas reflejan la escasez de recursos financieros que se requieren para el financiamiento del sector público y privado. Asimismo, el incremento en la tasa de interés activa promedio del SFN ha reflejado que las instituciones financieras buscan operar con un margen de intermediación superior al 9%. Esto significa que si las tasas de interés pasivas aumentan, las instituciones financieras buscarán traspasar a la tasa de interés que pagan los tomadores de recursos, el mayor costo del fondeo y de esta forma dejar intacto el margen de intermediación financiera.

Gráfico 7
Costa Rica: Tasa de interés activa promedio
(colones)



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

Dada la característica del sistema monetario costarricense²⁵, es importante mencionar lo que aconteció con las tasas de interés pasivas y activas en dólares. La tasa de interés pasiva bruta promedio del SFN para depósitos en dólares inició en 0,80% y terminó el año en un nivel de 0,97%, el incremento aproximado de 20 puntos base se experimentó en las dos últimas semanas del 2011. Por su parte, la tasa de interés activa promedio para préstamos en dólares inició en 9,54% y cerró en 10,33%; a diferencia de la tasa de interés pasiva, la tasa de interés activa mantuvo una estabilidad en los primeros diez meses del 2011 y el aumento de aproximadamente 80 puntos base se observó en los dos últimos meses del año.

En los primeros cinco meses de 2012, la tasa de interés pasiva bruta promedio del SFN para depósitos en dólares se ha incrementado en 51 puntos base, mientras que la tasa de interés activa promedio para préstamos en dólares ha registrado un incremento de 57 puntos base. El incremento en la colocación de créditos denominados en dólares es el factor que explica porque las tasas interés, activas y pasivas, denominadas en dólares han mostrado una senda alcista.

Por otra parte, al comparar las tasas de interés en colones con la de dólares, se tiene que durante el 2011 y lo que va del 2012, la diferencia positiva entre la tasa de interés pasiva en colones y la tasa de interés pasiva en dólares, incentivo a los agentes a ahorrar en colones, debido a que como se explicará en la siguiente sección, el comportamiento del tipo de cambio generó un premio en favor de los instrumentos en colones sobre los instrumentos en dólares. Por otra parte, la diferencia negativa entre la tasa de interés activa colones y la tasa de interés activa dólares, motivó a los agentes

a tomar préstamos denominados en dólares sobre los préstamos en colones, dada la estabilidad observada en el mercado cambiario.

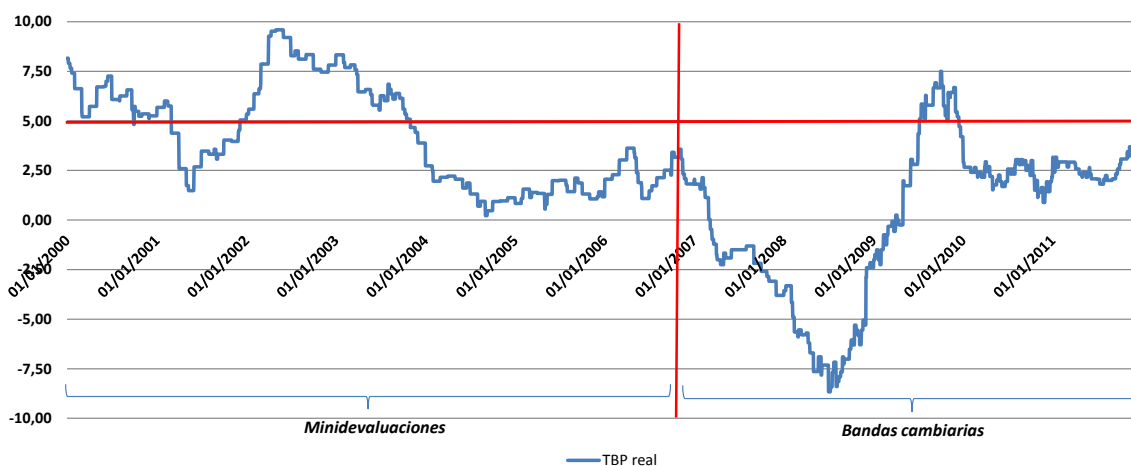
La menor responsabilidad de las tasas de interés de cargar con el ajuste

Anteriormente se indicó que los bancos centrales que adoptan esquemas de inflación no solo establecen objetivos de inflación, sino que complementariamente buscan evitar grandes oscilaciones en las tasas de interés. Asimismo, en ese mismo inciso se señalaron las modificaciones estructurales emprendidas en el manejo de la política monetaria, por parte del BCCR, las cuales han logrado que la tasa de interés a 1 día disminuya su volatilidad.

Dado que el objetivo de este apartado es explicar por qué se dan los niveles observados en las tasas de interés, concretamente se puede señalar que para la tasas de interés existe una menor responsabilidad de cargar con ajustes. La menor responsabilidad es el factor que explica porque durante el 2011, se observó una relativa estabilidad, solamente interrumpida durante el último trimestre del 2011.

Gráfico 8

Costa Rica: TBP real antes y después del cambio de régimen cambiario



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

Si se divide la evolución de la TBP real durante los últimos doce años (ver gráfico 8), en dos períodos, se tiene que durante el primer período en el que estuvo vigente el esquema de minidevaluaciones la TBP real en varias ocasiones superó el nivel del 5% y solamente al final del esquema de minidevaluaciones osciló alrededor del 2,5%, por el

contrario una vez modificado el sistema cambiario al esquema de bandas cambiarias, la TBP real muy pocas veces ha superado el nivel del 5%²⁶.

Un comportamiento tan diferenciado para este indicador se debe a que durante el esquema de minidevaluaciones, eran las tasas de interés en colones las responsables de cargar con el ajuste ante cualquier impacto adverso que enfrentase la economía costarricense; mientras que en el segundo período las tasas de interés no han tenido que subir a los niveles registrados en el período para enfrentar los impactos adversos.²⁷

Es importante, señalar que bajo un esquema de minidevaluaciones, el banco central interviene permanentemente en el mercado cambiario, por tanto ante un choque en la economía, el ajuste recae sobre el nivel de Reservas Monetarias Internacionales (RMI) en poder del banco central, por lo que la utilización de la tasa de interés tiene como objetivo suavizar el impacto sobre dichas reservas monetarias.

Por último, en el segundo período se observa como la volatilidad de la TBP real se ha reducido en los dos últimos años. Con lo cual, el esfuerzo de reducir la volatilidad de las tasas de interés en el mercado de dinero, concretamente en el MIL, parece que se ha traspasado a otras tasas de interés del SFN denominadas en colones.

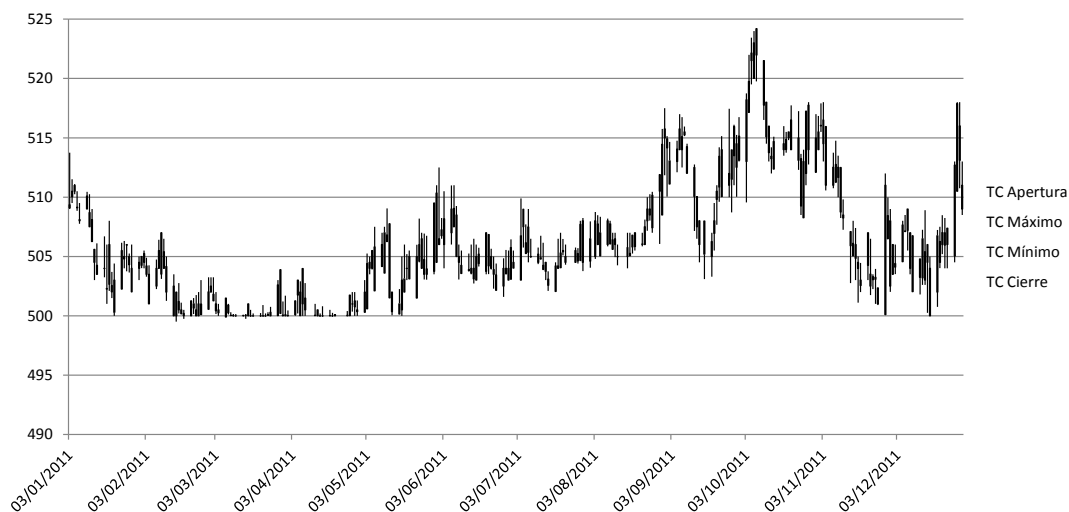
En resumen, la menor responsabilidad de las tasas de interés de cargar con la responsabilidad del ajuste propició que durante el 2011 se observase la estabilidad de tasas de interés en colones.

Tipo de cambio

El tipo de cambio en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX)²⁸ durante el 2011, osciló entre el límite inferior de la banda cambiaria y un tipo de cambio de ¢525 por dólar (ver gráfico 9). Sin embargo, la oscilación o volatilidad observada en este mercado no fue uniforme, en concreto se observó una menor volatilidad en el primer semestre que la observada en el segundo semestre año²⁹.

Durante el primer semestre, el tipo de cambio en el mercado mayorista fluctuó entre ¢500 por dólar y ¢514 por dólar. No obstante, durante buena parte del primer semestre del año se observó un tipo de cambio muy cercano al límite inferior. En 39 días de los 126 días de negociación del primer semestre, el mercado mayorista registró transacciones con un tipo de cambio igual o inferior al límite inferior de la banda cambiaria. Adicionalmente, este descenso del tipo de cambio negociado al límite de la banda cambiaria se concentró en el período comprendido entre el 14 de febrero del 2011 y finales de abril del 2011.

Gráfico 9
Costa Rica: Tipo de cambio Dólar/Colón



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

Por otra parte, en el segundo semestre el tipo de cambio en el mercado mayorista osciló entre $\text{¢}500$ por dólar y $\text{¢}525$ por dólar; y solamente en un día de negociación de 125 días posibles, se observó transacciones con tipos de cambio iguales o inferiores al límite inferior de la banda cambiaria.

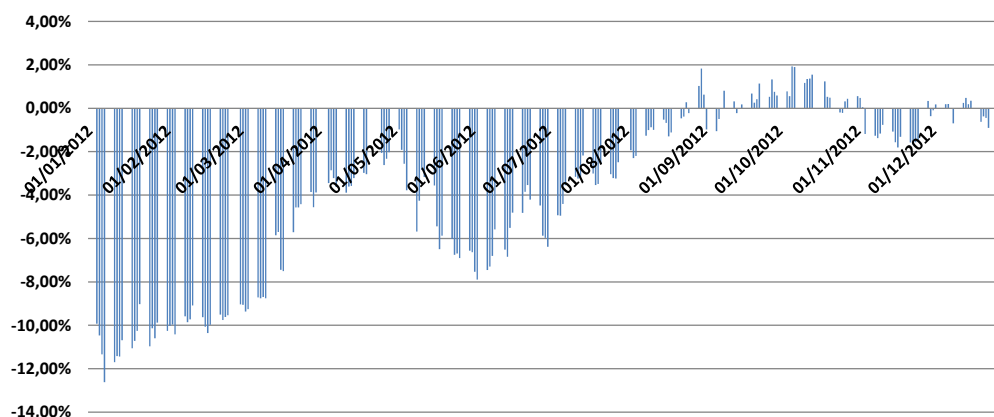
La evolución registrada en el tipo de cambio provocó que el BCCR tuviese que intervenir en el mercado interbancario para defender el límite inferior de la banda cambiaria³⁰. Por tanto, el BCCR en defensa de dicho límite tuvo que comprar durante el primer semestre del 2011, un total de US\$370,2 millones. Es importante, señalar que parte de esta intervención (US\$334,7 millones) se utilizaron para complementar el Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales Netas (PFRIN), el cual fue establecido por la Junta Directiva del BCCR a inicios de setiembre de 2010 y cuyo objetivo fue fortalecer el nivel de reservas internacionales en US\$600 millones³¹.

Según se consigna en los informes mensuales de coyuntura económica que publica el BCCR³², durante el primer semestre del 2011, el mercado cambiario privado mostró un superávit que resultó mayor a las necesidades de requerimientos de divisas por parte del Sector Público No Financiero (SPNF). El superávit en el mercado cambiario privado se redujo en el período comprendido entre mayo y noviembre del 2011, y se volvió a registrar en diciembre de 2011.

Los factores que explican el superávit registrado en el 2011 en el mercado cambiario privado, son un mayor nivel de transacciones por exportaciones, mayores flujos de Inversión Extranjera Directa (IED), un mayor endeudamiento externo por parte de los bancos y una reducción en el nivel de posición de divisas por parte de los bancos.

Finalmente, cabe resaltar que durante el 2011 se observó una reducción en los niveles de apreciación del colón respecto al dólar. Tal y como se observa en el gráfico 10, al inicio del 2011 los niveles de apreciación del colón superaban el 10%. El nivel de apreciación se redujo conforme avanzó el año, de forma que se extinguieron los altos niveles de apreciación. Para el último cuatrimestre del 2011 se observó niveles de apreciación y depreciación inferiores al 2%.

Gráfico 10
Costa Rica: Variación interanual del Tipo de Cambio

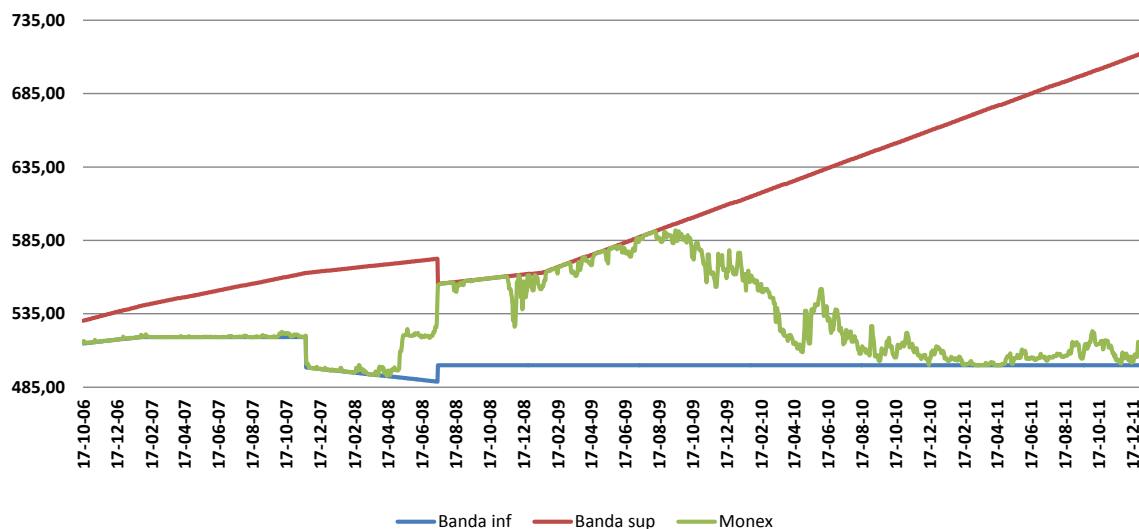


Fuente: Elaboración propia con datos publicados en www.bccr.fi.cr

¿Por qué si el tipo de cambio tiene mayor responsabilidad de ajuste aún esta no es necesaria?

Quedó explícito que al variar el esquema cambiario, se le quitaba responsabilidad a las tasas de interés para cargar con el ajuste y se le otorgaba algún grado de responsabilidad al tipo de cambio. Por tanto, que la flexibilización del tipo de cambio buscó que éste asumiese una responsabilidad en el mecanismo de ajuste ante impactos adversos que enfrentase la economía costarricense.

Gráfico 11
Costa Rica: Tipo de cambio interbancario y bandas cambiarias



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

Una observancia de la evolución del tipo de cambio en el MONEX, durante la vigencia del sistema de bandas cambiarias, permite señalar que el tipo de cambio durante ciertos períodos ha asumido la responsabilidad del ajuste. Una vez que los agentes económicos internalizaron los efectos de la gran crisis financiera internacional, el tipo de cambio mostró una senda ascendente, que lo llevó de niveles de aproximadamente $\text{¢}500$ por dólar a $\text{¢}590$ por dólar. Asimismo, una vez que el efecto de la crisis se suavizó, el tipo de cambio mostró una senda descendente, que lo llevó de nuevo al nivel de $\text{¢}500$ por dólar (ver gráfico 11).

Durante el 2011, el tipo de cambio fluctuó sobre el tipo de cambio de intervención de compra del BCCR. ¿Qué aspectos contribuyeron para que el tipo de cambio mostrase tal estabilidad? En primer lugar, a pesar de que la balanza de pagos registró déficits en cuenta corriente estos déficits fueron compensados por los superávits en cuenta de capital y financiera, durante el transcurso del 2011 (ver cuadro 5). A tal punto, que le permitió al BCCR la acumulación de RMI³³.

Cuadro 5
Balanza de pagos acumulada

	I T 2011	II T /2011	III T 2011	IV T 2011
Cuenta corriente	-252,5	-561,8	-1.394,3	-2.200,2
Bienes	-1.176,4	-2.176,5	-3.666,9	-5.150,2
Servicios	893,6	1.649,9	2.449,2	3.200,0
Renta	-60,9	-218,9	-432,2	-574,3
Transferencias corrientes	91,1	183,7	255,7	324,3
Cuenta de capital y financiera	376,9	849,9	1.712,2	2.580,9
Cuenta de capital	14,4	16,9	19,6	21,6
Cuenta financiera	362,5	833,0	1.692,6	2.559,3
Inversión directa	527,0	1.016,4	1.560,3	2.047,7
Inversión de cartera	-182,4	-183,6	-77,0	263,4
Otra inversión	17,9	0,2	209,3	248,2
Errores y omisiones y capital no determinado	-111,6	-79,2	-188,4	-248,3
Activos de reserva	-12,8	-208,9	-129,5	-132,4

Segundo, se puede citar la estructura del endeudamiento externo (ver cuadro 6). A diciembre de 2011 la deuda total externa con no residentes asciende a US\$10.311,5 millones; sin embargo al descomponer este saldo se tiene que la porción a corto plazo es de US\$2.421,7 millones.

Este resultado es de vital importancia, por dos aspectos, el primer aspecto está asociado a la proporción de la deuda de corto plazo respecto a la RMI, a diciembre de 2011 esta proporción fue del 50,9%, lo cual significa que Costa Rica cuenta con más activos de reserva para hacer frente a las obligaciones de corto plazo del endeudamiento externo. El segundo aspecto es que a diciembre de 2011 la proporción de endeudamiento a corto plazo respecto al total de deuda externa se ubicó en 23,5%, razón muy inferior a las observadas en los años previos a la gran crisis financiera internacional, la cual en promedio se ubicó en 37% durante el período de 2006 al 2008³⁴.

Tercero, la existencia de los tipos de cambios de intervención explícitos, propios de un esquema de bandas cambiarias, contribuyen a otorgarle una estabilidad del tipo de cambio. Durante el primer semestre del 2011, el BCCR intervino en el mercado cambiario, esto evitó que el tipo de cambio se ajustase por debajo del tipo de cambio de intervención de compra³⁵, con lo cual se evitan algunos impactos de un proceso completo de ajuste en el tipo de cambio.

Cuadro 6
Saldo de la deuda total externa con no residentes
(millones de dólares)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total deuda externa	7.190,9	8.444,3	9.105,3	8.173,6	9.123,4	10.311,5
Gobierno general	1.479,2	1.552,5	1.355,2	1.379,9	1.983,7	2.043,0
Corto plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo plazo	1.479,2	1.552,5	1.355,2	1.379,9	1.983,7	2.043,0
Banco Central	94,0	88,9	80,6	313,0	305,1	303,8
Corto plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo plazo	94,0	88,9	80,6	313,0	305,1	303,8
Otras Sociedades de Depósito	1.160,2	1.693,8	2.400,0	1.582,6	1.616,3	2.337,4
Corto plazo	656,3	1.318,6	1.701,4	792,1	838,6	1.203,5
Largo plazo	503,8	375,2	698,6	790,5	777,7	1.133,9
Otros sectores	3.652,1	4.327,1	4.370,5	4.187,4	4.341,1	4.071,4
Corto plazo	1.703,7	1.905,1	1.954,1	1.451,4	1.492,7	1.218,2
Largo plazo	1.948,4	2.422,0	2.416,4	2.736,0	2.848,4	2.853,2
Pasivos de inversión directa	805,5	782,0	898,9	710,9	877,2	1.555,8

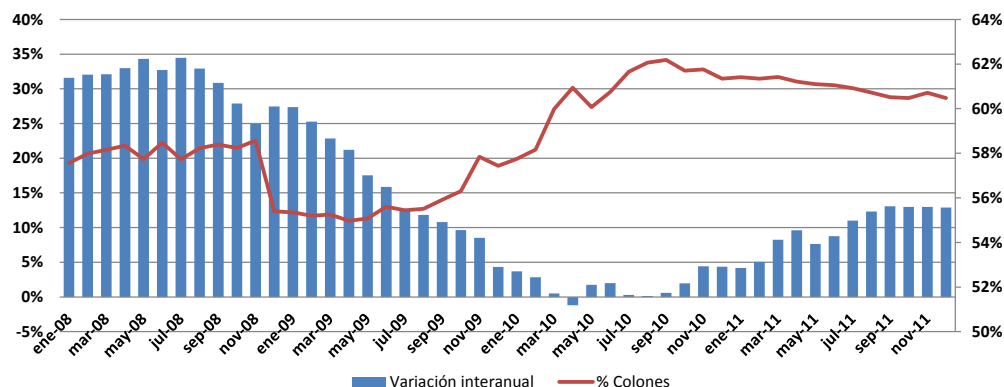
En resumen, una balanza de pagos en donde el déficit de cuenta corriente es financiado por el superávit de la cuenta de capital y financiera³⁶, aunado con una menor participación relativa del endeudamiento externo de corto plazo, en particular de los participantes que participan en el mercado privado de cambios; y la utilización de la intervención en los límites de la banda cambiaria, propiciaron la estabilidad observa en el tipo de cambio durante el 2011.

Evolución del crédito y otros agregados monetarios

Durante el 2011, el crédito al sector privado mostró una recuperación de la tasa interanual de crecimiento. El saldo de crédito al sector privado a diciembre de 2011 aumentó en un 12,9%, respecto al saldo observado en diciembre 2010. La tasa de crecimiento promedio interanual se ubicó en 7,24% en el primer semestre del 2011; mientras que para el segundo semestre del año se situó en 12,54%. Este comportamiento difiere de lo observado en el 2010, donde el crédito al sector privado mostró tasas de crecimiento interanuales bajas (ver gráfico 12). En los primeros cuatro meses del 2012, el crédito al sector privado muestra una tasa de crecimiento interanual del orden del 14%.

Gráfico 12

Costa Rica: Variación interanual del crédito al sector privado y participación de crédito (colones)



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

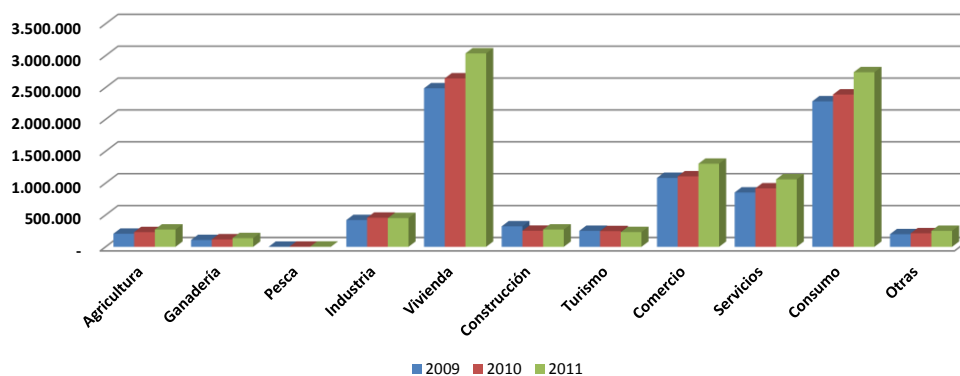
Anteriormente, se indicó que el 2011 se caracterizó por la observancia de descensos en las tasas de interés activas en colones y estabilidad en las tasas de interés activas en dólares. Por tanto, el comportamiento en las tasas de interés y lo acontecido con el nivel de actividad económica³⁷, permitieron que el sector privado aumentase su disposición para tomar crédito. No obstante, esta mayor disposición a tomar crédito, se vio mermada o contrarrestada por el incremento en el componente real de las tasas de interés, producto de las dificultades que enfrenta el gobierno central en la obtención del financiamiento que le permita cubrir el déficit fiscal.

La participación del crédito en moneda extranjera, dentro del crédito al sector privado, aumentó en cerca de 1,70% en el 2011, al pasar de 37,8% en setiembre 2010 a 39,5% en diciembre 2011 (ver gráfico 12). Tal aumento en la participación de crédito en moneda extranjera, está influido por la estabilidad observada en el mercado de cambios privado, lo que a su vez provocó una disminución de las expectativas de aumento del tipo de cambio.

Tal y como se desprende del gráfico 13, en los últimos tres años las actividades económicas que han absorbido el crecimiento del crédito al sector privado son las operaciones de financiamiento para la adquisición de vivienda, préstamos de consumo, financiamiento para las actividades relacionadas con el comercio y servicios. El resto de actividades económicas muestran una baja variación en los saldos de obtención de financiamiento. En concreto, actividades como la construcción y turismo³⁸ han mostrado saldos de crédito muy similares durante los últimos tres años, consecuencia de la pérdida de dinamismo que han experimentado.

Gráfico 13

Costa Rica: Evolución del SFN al sector privado por actividad económica
(saldos a diciembre en millones de colones)



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

Respecto a los agregados monetarios líquidos en moneda nacional se tiene que durante el 2011, estos mostraron variaciones promedio anuales mayores que las registradas en diciembre 2010 (ver cuadro 7). Este aumento es producto del aumento en el nivel de actividad económica³⁹, menores tasas de interés nominales y reales en los productos de captación de ahorro⁴⁰ y al proceso de desdolarización.

Este proceso de desdolarización implicó que a diciembre de 2011, el porcentaje de riqueza financiera denominada en moneda extranjera ascendiera a 36,7%, en comparación con el 39,8% y 42,9% registrado en diciembre de 2010 y diciembre de 2009, respectivamente. Este proceso de desdolarización se deriva de la existencia del premio que produce mantener posiciones en colones versus posiciones en moneda extranjera, y el cual se ve reforzado por la estabilidad que mostró el tipo de cambio del dólar respecto al colón.

Cabe resaltar que a pesar de registrarse mayores variaciones promedio anuales nominales, dicho crecimiento fue consistente con la evolución que mostró la inflación y el nivel de actividad económica, por lo que las variaciones promedio anuales reales de estos agregados muestran que no se produjeron presiones inflacionarias por aspectos monetarios. Este mismo aspecto, se puede extender al crecimiento del crédito al sector privado, pues a pesar de mostrar un crecimiento nominal de 12,9% a diciembre de 2011, en términos reales su variación fue del 2,39%, por tanto, no se evidenció una expansión significativa del crédito que pueda comprometer la estabilidad del sistema financiero.

Cuadro 7

Algunos agregados monetarios

(variación anual a diciembre de cada año)

	2010	2011
<i>Variación promedio anual nominal</i>		
Numerario en poder del público	14,77%	12,74%
Base monetaria	10,11%	11,69%
Medio circulante	10,21%	15,38%
<i>Variaciones promedio anual real</i>		
Numerario en poder del público	4,65%	2,24%
Base monetaria	0,40%	1,29%
Medio circulante	0,50%	4,64%
<i>Inflación y crecimiento</i>		
Cambio en IPC	4,74%	5,82%
Crecimiento real PIB	4,70%	4,20%

Política monetaria y cambiaria: un proceso de cambio que aún no finaliza

Ha quedado patente en los apartados anteriores, que la implementación de la política monetaria y cambiaria es un proceso de cambio que aún no finaliza y que el mismo BCCR lo ha hecho explícito en sus informes de inflación y programas macroeconómicos.

El cuadro 8 resume en términos generales las experiencias monetarias recientes en América Latina⁴¹. Un régimen de Esquema Completo de Metas Explícitas de Inflación (ECMEI), tiene como la meta primaria a la inflación y como meta operativa a la tasa de interés. Por tanto, 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 en poder del banco central.

Cuadro 8

Marcos monetarios flexibles alternativos

	Esquema completo de metas explícitas de inflación (ECMEI)	Meta de inflación intermedia (MII)	de Fijación de metas de competitividad con miedo a flotar (MCMF)
Meta final primaria	Inflación	Inflación	Competitividad
Meta final secundaria	Competitividad	Competitividad	Inflación
Meta operativa	Tasa de interés	Agregado monetario	Tasa de minidevaluaciones
Amortiguador primario de los choques	Tipo de cambio	Tasa de interés	Activos externos
Amortiguador secundario de los choques	Activos externos	Tipo de cambio/Activos externos	Tasa de interés

Fuente: Leiderman, L; Maino, R y Parrado, E. *Metas de inflación en economías dolarizadas*⁴²

Por su parte un régimen de fijación de Metas de Competitividad con Miedo a Flotar (MCMF), las autoridades monetarias evidencian un miedo a la flotación del tipo de cambio y suelen limitar las fluctuaciones del tipo de cambio con un sistema cambiario de minidevaluaciones⁴³, el cual se convierte en la meta operativa del esquema. Con lo cual la intervención en el mercado cambiario es lo normal y por ende, el ajuste recae sobre los activos externos del banco central. La utilización de la tasa de interés es para suavizar el impacto sobre los activos externos ante choques en la economía.

Alternativamente, en el régimen de fijación de Meta de Inflación Intermedia (MII) se reemplaza la meta operativa por un agregado monetario, que puede ser la demanda de reservas por parte de la banca comercial. Por tanto, 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.

La caracterización de los diferentes marcos monetarios, permitirá establecer los logros del proceso de transformación emprendido por el BCCR, en materia de política monetaria y cambiaria (inciso a. siguiente), a su vez dejar plasmados los retos que enfrenta el proceso de transformación (inciso b. siguiente), prospectar la política monetaria y cambiaria para el 2012 (inciso c. siguiente), revelar los riesgos y vulnerabilidades del nuevo esquema de política (inciso d. siguiente) y dejar señalada la importancia de la estabilidad en el SFN (inciso e. siguiente).

Logros del proceso de transformación de la política monetaria y cambiaria

En diferentes partes de esta ponencia ha quedado evidenciado de que el proceso de transformación de la política monetaria y cambiaria, es un proceso que inició a mediados del 2006, pero a su vez que aún no ha finalizado. Por tanto, en este inciso se busca dejar patente los logros que se han alcanzado durante este proceso de transformación.

Un primer logro consiste en el cambio explícito en la meta final primaria, este cambio ha sido evidenciado en los últimos programas macroeconómicos el BCCR, por medio de los cuales la autoridad monetaria ha buscado implícitamente que se le mida por su gestión en el logro del objetivo inflacionario⁴⁴. En el caso costarricense, el BCCR ha anunciado su meta final primaria para horizontes de dos años.

Adicionalmente, se ha reducido parcialmente el miedo a la flotación del tipo de cambio. Mediante la introducción del régimen de bandas cambiarias se le ha permitido una mayor flexibilización del tipo de cambio, lo que permite que bajo ciertas condiciones este se convierta en el amortiguador primario de los choques que enfrenta la economía costarricense⁴⁵. Precisamente, la existencia de los tipos de cambios de intervención, de compra y venta, limita la capacidad del tipo de cambio para ser el amortiguador primario.

Por otra parte, la introducción de la plataforma de negociación y organización del MIL, han facilitado la introducción de la nueva meta operativa. Durante el 2011, el BCCR realizó las modificaciones estructurales, ya comentadas, para que la TPM se convirtiese en la nueva meta operativa que deben observar los agentes económicos. Con lo cual, el BCCR guarda coherencia, pues es evidente de que la utilización de la tasa de interés como meta operativa es más coherente con el esquema de metas de inflación.

Adicionalmente, la introducción del corredor de tasas de interés ha reducido la volatilidad de las tasas de interés a un día, con lo cual “una tasa de interés a corto plazo más estable y predecible contribuye a desarrollar una curva de rendimiento para tasas de interés de distintos plazos de maduración”⁴⁶. Por tanto, el mercado financiero cuenta con una importante referencia de corto plazo para realizar la fijación de precios de otros activos financieros con una mayor duración⁴⁷.

Retos que enfrenta el proceso de transformación

Pero este proceso de transformación involucra una serie de retos o desafíos. Algunos de estos retos o desafíos recaerán sobre el banco central, otros sobre el sector privado y algunos involucrarán la participación de ambos.

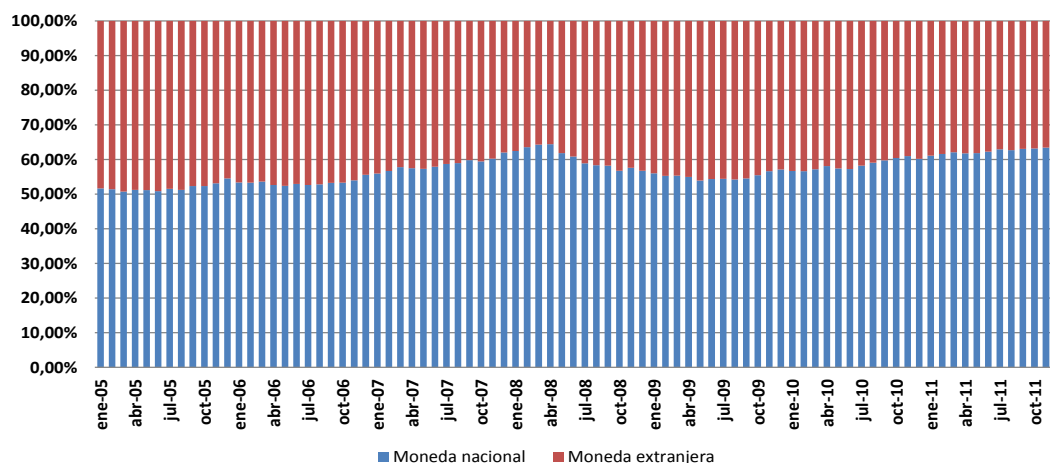
Un primer reto para el caso costarricense, es lograr la desinflación propuesta por las autoridades monetarias. Tal y como se indica en el programa macroeconómico, el BCCR procura “ubicar la inflación, en el largo plazo, en niveles similares a los que

presentan los principales socios comerciales del país (entre 3% y 4% anual); ello acorde con el objetivo principal que establece su Ley Orgánica, de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda”⁴⁸.

La meta de inflación actualmente se ubica dentro del rango de 4% y 6%⁴⁹. Por tanto, aún persiste una diferencia con respecto al rango meta en donde se espera anclar la meta de inflación de mediano plazo de Costa Rica. De este propósito surge, un reto complementario y el cual consiste en que una vez que el BCCR haya alcanzado el objetivo de mediano plazo, éste deberá dejar de modificar la meta primaria de inflación, lo cual constituiría “una señal de estabilidad para las decisiones de ahorro e inversión a largo plazo”⁵⁰.

Del cuadro 8 se desprende que la utilización de la tasa de interés como meta operativa es congruente con el objetivo de fijar un objetivo de inflación. Sin embargo, dado que esta meta operativa fue introducida a mediados del 2011, se tiene otro desafío y es la determinación de cuán efectiva puede resultar este nuevo instrumento de política monetaria. Debido a que, tanto el BCCR como el resto de agentes económicos, aún no han verificado el mecanismo de transmisión que se activa cuando la autoridad monetaria realiza ajustes a la meta operativa⁵¹. Adicionalmente, no se ha comprobado si los agentes económicos perciben los aumentos de la TPM como un endurecimiento de la política monetaria o por el contrario reducciones de la TPM son reflejo de una política monetaria más laxa.

Gráfico 14
Costa Rica: Distribución de la riqueza según moneda nacional vrs extranjera



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

La adopción de un esquema de metas de inflación, implica que el tipo de cambio se debe convertir en el amortiguador primario de los choques que enfrente la economía

costarricense. Por tanto, un reto adicional que enfrentan el BCCR y los agentes económicos consiste en operar en un régimen flexible del tipo de cambio, con lo cual se debe desmontar el régimen cambiario actual, donde las intervenciones del BCCR se realizan de forma explícita en los límites de la banda cambiaria.

Pero establecer que el tipo de cambio se convierta en el amortiguador primario resulta difícil en una economía con un alto grado de dolarización financiera. En el gráfico 14, se muestra la evolución del porcentaje de dolarización que muestra la riqueza del sector privado en Costa Rica. En diciembre de 2011 el porcentaje de riqueza denominada en moneda nacional ascendió a 63,3%, mientras que en moneda extranjera el restante 36,7%. Anteriormente se indicó que el porcentaje de préstamos en moneda extranjera representó un 39,5%. Por tanto, si el tipo de cambio tiene que cargar prioritariamente con el ajuste ante choques en la economía, existe una alta probabilidad de que las fluctuaciones en el tipo de cambio repercutan en las hojas de balance del sector privado y sometan a la economía a tensiones y efectos no deseados sobre los niveles de producto⁵².

Ahora bien, si se desea evitar altas fluctuaciones del tipo de cambio, dada la restricción impuesta por la dolarización y su consecuente impacto en la hoja de balance de las empresas, entonces el BCCR deberá definir las reglas de intervención en un mercado cambiario más flexible. Es relevante indicar que estas intervenciones lo que buscarán es reducir la volatilidad del tipo de cambio en el corto plazo y no afectar la tendencia de largo plazo que seguirá el tipo de cambio nominal.

Otro aspecto que se deriva del hecho de que el tipo de cambio sea el amortiguador primario de los choques y que no guarda relación con el grado de dolarización que muestra la economía costarricense. Es que la mayor fluctuación del tipo de cambio ocasiona que el sector privado enfrente la exposición económica, tal y como se detalló anteriormente, así como la exposición en la transacción y la exposición en la conversión⁵³. Por tanto, el sector privado requerirá el desarrollo de un mercado de derivados cambiarios donde se pueda negociar la volatilidad relacionada al tipo de cambio. Este tipo de mercados será de vital importancia para distribuir el riesgo de las fluctuaciones del tipo de cambio.

Prospección de la política monetaria y cambiaria para el 2012

Una prospección para el 2012, señala que una vez derrumbado el plan de reforma tributaria que se discutía en la Asamblea Legislativa y no existir voluntad política para levantar un acuerdo que busque solución al problema del déficit fiscal, se tienen un panorama más complicado en materia de política monetaria y cambiaria para el 2012.

La persistencia del déficit fiscal del gobierno central acarreará costos e introducirá riesgos de inestabilidad macroeconómica en el país, que muy probablemente tendrán que ser contrarrestados desde la trinchera de la política monetaria. Por tanto, los

desafíos y retos señalados en el inciso anterior, tendrán que ser resueltos en un contexto de mayor incertidumbre.

Dentro de los riesgos que introduce la persistencia del déficit fiscal están el aumento de la carga de deuda pública con respecto al nivel de producto, que derivan en una presión en la demanda interna que desembocaría en una modificación en la senda de inflación, con su consecuente impacto en el costo para financiar esta mayor carga de deuda pública, que puede conducir o derivar en la insostenibilidad del nivel de endeudamiento del sector público costarricense, y por ende, su efecto sobre el sector privado costarricense.

Este aspecto fue señalado en el programa macroeconómico del BCCR, pues en este se indica que “en el plano interno, la principal limitante es la presión que ejerce el déficit fiscal. En ausencia de medidas legislativas, su financiamiento no solo tiene consecuencias inflacionarias y sobre la actividad real, sino también compromete la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo y con ello la estabilidad macroeconómica”.

Dado que como quedó claro en el inciso anterior, aún el BCCR no se encuentra plenamente en un esquema completo de metas explícitas de inflación, se puede concluir que la política monetaria y cambiaria se enmarca bajo el esquema de inflación intermedia.

Bajo esta suposición y con el contexto que se experimenta en las finanzas públicas para este 2012, se tiene la siguiente prospección de la política monetaria y cambiaria para el 2012:

1. El objetivo de inflación se mantendrá invariable, las autoridades no modificarán el rango establecido en el Programa Macroeconómico 2012-13⁵⁴.
2. En primera instancia serán las tasas de interés en cargar con el ajuste; mediante un aumento en las tasas de interés, que reflejarán la escasez de fondos para lograr el financiamiento del déficit fiscal⁵⁵. El programa macroeconómico del BCCR señala que “la permanencia del deterioro financiero del Gobierno Central en un contexto donde el financiamiento externo se torna más limitado, podría manifestarse en presiones al alza de la tasa de interés superiores a lo contemplado en la programación macroeconómica, esta situación afectará negativamente al crecimiento económico futuro, la solvencia de las finanzas públicas y la sostenibilidad de la deuda pública”.
3. El aumento de las tasas de interés producto de la escasez relativa, introducirá ruido en los agentes económicos y pondrá en riesgo el avance de la TPM como el indicador de referencia. Los agentes económicos volverán a centrar su atención en la TBP y los consecuentes cambios que experimente durante el 2012.

4. Simultáneamente, el aumento en las tasas de interés será canalizado hacia el sector productivo y por tanto es de esperar que la economía costarricense continúe operando por debajo de su nivel potencial.
5. Parte del desequilibrio fiscal será trasladado a la cuentas del sector externo, por lo que es de esperar un deterioro de la balanza de pagos y un aumento de la vulnerabilidad externa⁵⁶.
6. Lo cual implicará el uso del segundo amortiguador para enfrentar choques, el tipo de cambio, por lo que es de esperar que este se mantenga presionado al alza⁵⁷. Debido a que el sector privado internalizará una mayor devaluación esperada.
7. Sin embargo, el aumento en las tasas de interés propiciará el ingreso de capital de corto plazo. Por tanto, el efecto final sobre el tipo de cambio dependerá de cual efecto domine más. En el muy corto plazo tiende a dominar el efecto de entrada de capitales, pero si el problema persiste dominará el efecto de una mayor devaluación esperada.
8. Por tanto, es de esperar que en el 2012 se observe un aumento en las expectativas de devaluación esperada y los agentes económicos empiecen a revertir el proceso de colonización y vuelvan a aumentar su tenencia de riqueza en moneda extranjera⁵⁸. En un contexto de esta índole, es probable que el BCCR encuentre menores posibilidades o contextos favorables para llevar a cabo el programa de acumulación de reservas anunciado en el Programa Macroeconómico 2012-13⁵⁹.
9. Es importante hacer notar que el uso de activos de reserva como amortiguador no será necesaria, pues se supone que se encontrará una solución al problema fiscal antes de tener que usar las RMI para defender el tipo de cambio ante un aumento exagerado al alza en la fluctuación del tipo de cambio.

Riesgo y vulnerabilidades del nuevo esquema de política

Uno de los principales riesgos del nuevo esquema de política monetaria, radica en que su implementación se realiza en una economía abierta, sin restricciones en la cuenta de capital y con un grado de dolarización. Por tanto, existe el riesgo de que la meta final primaria sea opacada por otro objetivo, por ejemplo el tipo de cambio.

En el Informe de Inflación Diciembre 2011, el BCCR publica que en un contexto en el que se desea adoptar en el mediano plazo un esquema de política monetaria de meta explícita de inflación, “es necesario que el Banco Central no tenga compromisos con el tipo de cambio, para incrementar la efectividad de la política monetaria”⁶⁰.

No obstante, las fluctuaciones del tipo de cambio en un contexto de economía con apertura en la cuenta de capital y dolarización pueden implicar riesgos considerables. Debido a que estas fluctuaciones en el tipo de cambio podrían implicar exposición económica, en la transacción y en la conversión, que en definitiva podrían afectar el

ciclo económico de la economía e impactar el nivel de precios interno. Esta situación es un agravante, pues tanto el sector privado como público, realizan sus labores de administración en una economía que no cuenta con un mercado de derivados cambiarios desarrollado, que les permita gestionar los riesgos cambiarios.

Para resaltar la importancia del desarrollo de un mercado de derivados cambiarios, por un momento imagine la dificultad que enfrentarían los administradores, tanto de empresas del sector privado como público, si no existiese un mercado de seguros, en los cuales se realice una cobertura de determinados riesgos de siniestro. A queda patente que un ECMEI, el amortiguador primario de choques en la economía es el tipo de cambio, por lo que los agentes económicos deberían contar con un mercado de derivados, en el cual se pueda transar el riesgo asociado a la variabilidad del tipo de cambio.

¿Por qué razones se podrían esperar fluctuaciones no deseadas en el tipo de cambio? Una primera respuesta proviene de los flujos de capital de corto plazo, estos podrían provocar modificaciones en el tipo de cambio nominal y conllevar un desalineamiento del tipo de cambio real. Pero otra razón, es la llamada guerra de divisas que en opinión de Guido Mantega, Ministro de Finanzas de Brasil, obedece a que diversos países se encuentran aplicando políticas de relajamiento cuantitativo⁶¹ que buscan abaratar su moneda local⁶².

Esta no parece una preocupación menor, recientemente se observó como el Banco Central de Suiza (SNB, por sus siglas en inglés) introdujo en setiembre del 2011, una parida fija de 1,2 francos suizos por euro, como cotización mínima para evitar la revaluación de su moneda. Dentro del comunicado de prensa se señala que la sobrevaluación que recibe el franco suizo amenaza a la economía suiza y aumenta el riesgo de un desarrollo deflacionario⁶³.

Por tanto, las intervenciones en el mercado de divisas por parte de un banco central podrían buscar eliminar el impacto negativo de un desalineamiento del tipo de cambio real respecto a lo que dictan los fundamentales. Sin embargo, esto introduce de nuevo una vulnerabilidad, la cual consiste en que se tendrá a un banco central interviniendo en el mercado de divisas y con el consecuente problema de afinar su intervención en dicho mercado para no provocar efectos indeseados.

Importancia de la estabilidad en el Sistema Financiero Costarricense

La importancia de la estabilidad en el Sistema Financiero Costarricense radica en evitar los riesgos asociados a los procesos de inestabilidad financiera. Si se define la inestabilidad financiera “como una secuencia de sucesos que conllevan intensificados riesgos de crisis financieras, donde éstas son vistas a su vez como colapso grande y contagioso del sistema financiero, que implica la incapacidad de proveer servicios de pagos o asignar fondos para la inversión.”⁶⁴

Recientemente, se ha visto como la gran crisis financiera internacional, colapso el sistema financiero de los países desarrollados y como tal descarrilamiento repercutió de forma severa sobre dichas economías. A posteriori hoy se señala que una serie de burbujas de activos fueron los detonantes de esta gran crisis⁶⁵.

Esta misma crisis ha evidenciado que la existencia de burbujas de activos, es decir, de incrementos sustanciales en los precios de ciertos activos reales o financieros, sin importar si estos activos son públicos o privados, son lo que terminan estableciendo en un tiempo después, las dudas sobre la situación patrimonial de las instituciones financieras.

Por tanto, el centrarse en un objetivo de inflación medido a través de los índices de precios convencionales, puede terminar siendo pernicioso pues un banco central podría dejar de lado el crecimiento de precios de otra serie de bienes y servicios, entre los cuales están los activos reales y financieros.

En resumen, lo que en este apartado se desea proponer es que el BCCR debe contar con esquemas de supervisión que le permitan dar seguimiento a otro tipo de índices, diferentes al convencional índice de precios al consumidor o a los precios de los productos industriales. Con la finalidad de evitar que la gestación de burbujas impliquen en el futuro la observancia del riesgo de inestabilidad financiera, que implicará un rol muy importante de la banca central, en función de su papel de prestamista de última instancia y le exigirá probablemente asumir ciertas pérdidas que fueron gestadas privadamente.

Por cuanto la reciente experiencia internacional, tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo, muestra como estos bancos centrales se preocuparon demasiado por los niveles de inflación medidos a través de los índices convencionales, pero que nunca se preocuparon por los crecimientos registrados en los índices accionarios, en los fuertes incrementos de los precios de los bonos soberanos, en los incrementos de los bienes inmuebles o en otros activos que funcionan como garantías en las diferentes operaciones financieras. Este tipo de inflación puede resultar mucho más perjudicial, que la inflación medida a través de los índices de bienes y servicios.

Conclusiones y Recomendaciones

Durante el 2011 se observó el cumplimiento del objetivo inflacionario establecido por el Banco Central de Costa Rica (BCCR), así como una reducción de la dispersión de los niveles de inflación en cada uno de los subíndices que componen el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

Respecto a las tasas de interés, se observó una relativa estabilidad, la cual fue interrumpida en el caso de colones, por un incremento en los niveles de tasas de interés durante el último trimestre del 2011, situación asociada a las dificultades que experimentó el gobierno central para financiar el déficit fiscal.

Mientras que el tipo de cambio presentó un primer semestre del 2011, en el cual el tipo de cambio osciló menos y en buena parte de dicho período se ubicó cerca del límite inferior de la banda cambiaria, que obligó la intervención del BCCR en el mercado cambiario. Con un segundo semestre, que registra una mayor volatilidad y una nula intervención del BCCR en el mercado interbancario de divisas.

Respecto al crédito al sector privado y algunos agregados monetario líquidos, su crecimiento fue consistente con la evolución que mostró la inflación y el nivel de actividad económica, por lo que las variaciones promedio anuales reales de estos agregados muestran que no se produjeron presiones inflacionarias por aspectos monetarios.

El logro de un nivel bajo de inflación se explica por los avances en la implementación de la tasa de interés a un día (TPM) como la meta operativa del esquema de metas de inflación. Esta modificación estructural permitió la definición del corredor de tasas de interés alrededor de la TPM, que a su vez implicó una reducción de la volatilidad de la tasa de interés a un día.

Otros factores como la no existencia de presiones de demanda, la estabilidad del tipo de cambio y una reducción de las expectativas de inflación, coadyuvaron para el alcance de un nivel bajo de inflación. El bajo nivel de tasas de interés es consecuencia de la menor responsabilidad de cargar con el ajuste, mientras que el tipo de cambio, que si tiene la responsabilidad, se vio beneficiado por la evolución favorable de la balanza de pagos.

En materia de logros alcanzados en política monetaria y cambiaria, en el contexto del proceso gradual hacia un esquema de metas de inflación, se pueden citar el establecimiento de una meta explícita de objetivo inflacionario, la pérdida parcial del miedo a flotar, la definición de la meta operativa y el establecimiento de corredor de tasas de interés alrededor de la meta operativa (TPM).

Por último, este proceso establece una serie de desafíos, entre los cuales están la continuación del proceso de desinflación que permita alcanzar el objetivo propuesto de inflación en el mediano plazo, en probar la eficacia de la meta operativa para transmitir las señales de política monetaria, la existencia de un mayor compromiso para llegar a un sistema flexible del tipo de cambio. No obstante, si se desea evitar fuertes oscilaciones sobre el tipo de cambio, el banco central deberá establecer reglas de intervención, para evitar efectos sobre el sector privado. Por último, dado que estos efectos no se pueden eliminar del todo desde el ámbito de la banca central, es necesario el desarrollo de mercados de derivados cambiarios para que los agentes económicos privados puedan reducir los diferentes niveles de exposición.

Bibliografía

- 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. Junio 2009. Informe de Inflación Junio 2009. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica, División Económica. Junio 2011. Informe de Inflación Mayo 2011. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica, División Económica. Enero 2012. Informe de Inflación Diciembre 2011. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Enero 2012. Programa Macroeconómico 2012-13. 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.
- Kozikowski, Z. Finanzas internacionales. Segunda edición, McGraw-Hill, México D.F., México, 2007.
- Marín J. y Rubio G. Economía financiera. Antoni Bosch editor. Barcelona, España, 2001.
- Philip, E. Ensayos Datos financieros necesarios para la supervisión macroprudencial: ¿Cuáles son los indicadores clave de riesgos para la estabilidad financiera interna? Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) y Bank of England, México D.F., México, 2009.
- Romer D. Macroeconomía avanzada. McGraw-Hill, Madrid, España, 2002.
- Rosende, F. Teoría Macroeconómica. Ciclos Económicos, Crecimiento e Inflación. Ediciones Universidad Católica de Chile, Santiago, Chile, 2000.

Anexo

Riesgos de la política monetaria en el contexto actual

Riesgo	¿Por qué es un riesgo?	Posibles instrumentos para administrar el riesgo
Restricción de una economía bimonetaria	<p>Ante un choque en la economía y bajo un esquema de metas de inflación, el tipo de cambio es el amortiguador primario. Por tanto, de experimentarse un choque adverso (favorable), el tipo de cambio tendería a aumentar (bajar), 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.</p> <p>Asimismo, el BCCR podría estar tentado a desviar su atención de la meta final primaria (inflación) hacia otro objetivo, por ejemplo, el tipo de cambio.</p>	<p>Impulsar una política de desdolarización activa e impulsada por el mercado. En dos frentes: a) revisión de la regulación para internalizar los riesgos de la dolarización financiera y b) promoción del uso de la moneda local u otros mecanismos de indexación.</p> <p>Definición de reglas de intervención por parte del BCCR, cuyo objetivo sea la reducción de volatilidad.</p> <p>Desarrollo de un mercado de derivados privado, por medio del cual se negocie dicha volatilidad y se distribuya el riesgo de las fluctuaciones del tipo de cambio.</p>
Flujos de capital de corto plazo	<p>Ante una entrada fuerte de flujos de capital de corto plazo se podría observar variaciones en el tipo de cambio nominal, que conllevarían a un desalineamiento del tipo de cambio real, el cual podría tener efectos reales sobre el nivel de producto.</p>	<p>Identificación de la afluencia de flujos de capital de corto plazo, por parte de la autoridad monetaria.</p> <p>Adopción temporal de controles de capital.</p> <p>Utilización del encaje mínimo</p> <p>En el caso costarricense revisión</p>

Riesgo	¿Por qué es un riesgo?	Posibles instrumentos para administrar el riesgo
		<p>del límite legal que establece un porcentaje máximo al encaje mínimo.</p> <p>Establecimiento de una parida fija mínima para evitar revaluación no deseada.</p> <p>Revisión del nivel de tasa de interés de política monetaria y por ende, de la estructura de tasas de interés de la economía.</p>
Incertidumbre internacional	<p>Ante un escenario de incertidumbre internacional, el tipo de cambio experimentará una presión a subir, y por ende repercutirá en las hojas de balance del sector privado y eventualmente presionar los activos de reserva del BCCR.</p>	<p>Identificación del entorno de incertidumbre internacional por parte de los agentes y autoridad monetaria.</p> <p>Revisión y monitoreo del saldo de deuda externa, tanto pública como privada, para establecer vulnerabilidad ante una caída repentina del financiamiento del exterior.</p> <p>En caso de que el tipo de cambio alcance el límite superior de la banda y se ponga en riesgo, el nivel de activos de reserva, la autoridad monetaria tendrá que valorar dejar de lado la defensa de la banda superior.</p> <p>Desarrollo de un mercado de derivados privado, por medio del cual se distribuya el riesgo de una subida del tipo de cambio.</p>
Situación fiscal	<p>La persistencia del déficit fiscal podría aumentar la carga de la deuda pública</p>	<p>Reforma fiscal, ya sea por la vía de los ingresos o gastos.</p>

Riesgo	¿Por qué es un riesgo?	Posibles instrumentos para administrar el riesgo
	<p>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.</p>	<p>Revisión del nivel de tasa de interés de política monetaria y por ende, de la estructura de tasas de interés de la economía.</p>
<p>Inadecuada intervención en el mercado cambiario</p>	<p>Las intervenciones del banco central en el mercado cambiario podrían estar sujetas a errores por parte de los responsables de la política, por tanto, de presentarse esta situación las intervenciones en dicho mercado podrían ocasionar efectos no deseados sobre los precios internos, el tipo de cambio y el nivel de producto.</p>	<p>Definición de reglas explícitas o implícitas de intervención, por parte de la autoridad monetaria.</p> <p>Rendición de cuentas de los procesos de intervención, a posteriori, de forma que el proceso de intervención se someta a escrutinio por parte de los diferentes actores sociales.</p>

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) y la cual aproxima la tendencia de la inflación de mediano y largo plazo.

³ Ver Romer (2002), página 494.

⁴ Ver BCCR, Programa Macroeconómico 2012-13, página 5.

⁵ 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.

⁶ 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, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE, así como el BCCR, para administrar sus posiciones de liquidez de corto plazo.

⁷ Estas operaciones de forma permanente tiene un importante efecto sobre la liquidez del SFN, debido a que el BCCR absorbió cualquier exceso de liquidez y por ende disminuyó la probabilidad de desequilibrio que pudiesen surgir por dicha liquidez excedentaria.

⁸ Supuesto de crecimiento de largo plazo para la economía costarricense que ha sido utilizado en esta ponencia.

⁹ Más adelante se amplía el análisis del tipo de cambio.

¹⁰ Es la traducción de un concepto ampliamente utilizado en la literatura económica, pero cuyo anglicismo es mucho más conocido (*exchange rate pass-through*); también conocido como efecto traspaso.

¹¹ Ver Kozikowski (2007), página 402.

¹² Estos casos esquina son muy raros, suceden solo si existen demandas inelásticas o elásticas o por el contrario con ciertas políticas empresariales deliberadas.

¹³ En la elaboración del cuadro 3, se procedió de la siguiente forma: a) se calcula la variación mensual que registra el tipo de cambio de compra y el tipo de cambio de venta en el último día del mes, b) puesto que se supone que los empresarios incorporan el último día de cada mes las variaciones del tipo de cambio, se multiplica la variación mensual en cada uno de los tipos de cambio (compra y venta) por el índice de incidencia, que en este caso es del 0,22 y c) el resultado obtenido se supone que será la incidencia del tipo de cambio sobre los precios internos.

¹⁴ Ver Argandoña, Gamez y Mochón (1996), página 82.

¹⁵ Ver Barro (1986), página 158

¹⁶ “De acuerdo a este esquema de formación de expectativas, cada período los agentes corrigen una fracción constante β del error de proyección cometido en el período anterior.” Ver Rosende (2000), página 23.

¹⁷ En los mercados financieros se relaciona la desviación estándar de una cotización con el concepto de volatilidad en dicho mercado y mediante la regla de la raíz cuadrada de la desviación estándar se puede proyectar una volatilidad de un intervalo de estimación a un horizonte de inversión.

¹⁸ Esto por cuanto los precios de los bienes transables tiende a recoger las subidas y bajadas del tipo de cambio, con lo que en promedio se suaviza la variación anual.

¹⁹ Detrás de esta hipótesis está el hecho de que los productores de bienes no transables realizan una indexación con respecto al dólar americano, aspecto estrechamente relacionado con la dolarización de una economía.

²⁰ Datos tomados de www.forexpros.es

²¹ La TBP es un promedio ponderado de las tasas de interés de captación brutas en colones, negociadas por los intermediarios financieros residentes en el país y de las tasas de interés de los instrumentos de captación del BCCR y del Ministerio de Hacienda (MH) negociadas tanto en el mercado primario como en el secundario, todas ellas correspondientes a los plazos entre 150 y 210 días.

²² Un punto base corresponde a 0,01%, por lo que 100 puntos base equivaldrán a un 1,00%.

²³ 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.

²⁴ Este descenso fue en su máximo cercano a los 150 puntos base, en particular por que la tasa de interés activa promedio máxima fue del 18,50%, mientras que la tasa de interés activa promedio mínima se ubicó en 17,08%.

²⁵ Los residentes en Costa Rica pueden escoger en que moneda desean mantener su riqueza financiera o alternativamente elegir en que moneda desean tomar dinero prestado.

²⁶ Si el análisis se realiza con la TBP nominal, se tiene que durante el período en el que estuvo vigente el esquema de minidevaluaciones la TBP nominal nunca fue inferior al 12,75%, mientras que desde que se modificó el sistema cambiario, la TBP nominal nunca ha superado el nivel de 12,75%.

²⁷ Es importante indicar que es en este segundo período que se ubica el impacto adverso que experimentó la economía costarricense como consecuencia de la gran crisis financiera internacional, que inició en agosto 2007 y cuyos efectos se pronunciaron a partir de setiembre de 2008.

²⁸ El MONEX es una plataforma de negociación, propiedad del BCCR, en la cual las que se pueden negociar divisas entre los intermediarios cambiarios; y entre estos y las personas físicas o jurídicas que demandan u ofertan divisas. La importancia de esta plataforma consiste en ser un mercado mayorista y donde los intermediarios cambiarios mantienen posiciones en firme de compra y venta del dólar/colón. Estas características de la micro estructura permiten contar con información sobre el valor que se asigna a la paridad del dólar con respecto al colón.

²⁹ Esta divergencia de volatilidad en el mercado cambiario, se debe a efectos estacionales que se observan en la economía costarricense, por ejemplo, el tipo de cambio muestra sendas bajistas con baja volatilidad si se está en la temporada alta de turismo, mientras que registra sendas alcistas con alta volatilidad si se está cercano a las fechas de pagos de las obligaciones denominadas en dólares por parte del sector público.

³⁰ La intervención del BCCR en el límite inferior de la banda cambiaria, se puede asemejar al ejercicio de una opción de venta, en donde el tenedor de la opción (operadores cambiarios) ejercer su derecho a vender el tipo de cambio a un precio de ejercicio (¢500 por dólar) a quien otorgó la opción (el BCCR).

³¹ Los restantes US\$265,3 millones fueron adquiridos durante el período que va desde el 2 de setiembre de 2010 al 31 de diciembre de 2010 (página 71, BCCR, Informe de inflación Diciembre 2011). Es importante destacar que las compras realizadas durante el 2011, tuvieron como eje primario la defensa de la banda inferior en el mercado cambiario y consecuentemente contribuyeron a fortalecer el nivel de reservas monetarias internacionales.

³² Ver BCCR, Informes mensual de coyuntura económica, de enero 2011 a enero 2012.

³³ A diciembre de 2011, el nivel de RMI del BCCR ascendió a US\$4.755,8 millones en comparación con el saldo observado en diciembre de 2010 de US\$4.627,2 millones.

³⁴ En el 2008, año de profundización de la crisis, la proporción de deuda externa de corto plazo a deuda externa total alcanzó el 40,1%. Esta caída en la proporción obedece a un menor endeudamiento externo de corto plazo por parte del sector privado del país.

³⁵ Esta característica no solo ha estado presente cuando el tipo de cambio se ajusta a la baja, sino también cuando el tipo de cambio se ajusta al alza, donde el BCCR ha utilizado el tipo de cambio de intervención de venta para evitar un ajuste completo al alza del tipo de cambio, tal y como sucedió durante buena parte del 2008 y parte del 2009.

³⁶ El superávit de la cuenta de capital y financiera al final del 2011, implicó que el país es un receptor de Inversión Extranjera Directa (IED), inversión de cartera y de otra inversión, en esta última encajan los préstamos de acreedores internacionales que recibe el sector privado residente. Estos factores externos, señalados en ponencias de años anteriores, aún configuran un entorno que explican por qué el tipo de cambio se ubica cerca de la banda inferior.

³⁷ En el 2011, el Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento real del 4,2%, principalmente por el impulso proveniente de la demanda interna (ver BCCR, Programa Macroeconómico 2012-13).

³⁸ Ambas actividades económicas mostraron un gran crecimiento en los años previos de la gran crisis financiera internacional.

³⁹ Este aumento del nivel de actividad económica propicia un aumento en la demanda de dinero, por motivos puramente transaccionales.

⁴⁰ Anteriormente, se indicó que las tasas de interés nominales se redujeron durante el 2011, por tanto, con un nivel de inflación estable, implicó también una reducción de la tasa de interés real. Ambos aspectos producen una reducción en el costo de oportunidad de mantener posiciones en efectivo.

⁴¹ En este apartado se sigue la explicación de los diferentes marcos monetarios dada en BCRP (2006), páginas 119-120

⁴² Ver capítulo 5, Leiderman, L.; Maino, R. y Parrado, E. Metas de inflación en economías dolarizadas en BCRP (2006), página 120.

⁴³ Este fue el caso costarricense antes de la implementación del régimen de bandas cambiarias.

⁴⁴ En algunas economías, como el caso de Nueva Zelanda y Canadá, la meta de inflación es un acuerdo mediante contrato entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda. E incluso, en el caso de Nueva Zelanda, el no logro de la meta de inflación afecta la remuneración y permanencia del presidente del banco central. Ver Rosende (2000), páginas 106-110.

⁴⁵ Estas condiciones hacen referencia a que el tipo de cambio se ubique dentro de los límites establecidos en el esquema de bandas.

⁴⁶ Ver capítulo 6, Armas, A. y Grippa, F. Metas de inflación en una economía dolarizada: La experiencia del Perú en BCRP (2006), página 139.

⁴⁷ En ausencia de tasas de referencia de corto plazo, los agentes económicos tiende a referenciar las tasas de interés locales con las tasas de interés externas y con la devaluación esperada.

⁴⁸ Ver BCCR Programa Macroeconómico 2012-13, página 5.

⁴⁹ Una pregunta que podría formularse respecto a este rango meta es si este es pertinente con el problema de desempleo observado en el país. Tal inquietud está relacionado con aquellos que defienden la existencia de la Curva de Phillips y con la dicotomía que enfrentan las autoridades de un banco central cuyos objetivos son el control de la inflación y la promoción del crecimiento económico.

⁵⁰ Ver capítulo 6, Armas, A. y Grippa, F. Metas de inflación en una economía dolarizada: La experiencia del Perú en BCRP (2006), página 137.

⁵¹ Esta es una de las limitaciones de esta ponencia, pues no existen estudios que cuantifiquen el efecto traspaso de cambios en la TPM hacia las tasas de interés de los depósitos y préstamos.

⁵² Los países donde prevalecen dos monedas han impulsado diversas formas para reducir la dolarización. La primera de ellas consiste en “una agenda de desdolarización activa e impulsada por el mercado” que cubre dos frentes a) revisión de la regulación para internalizar los riesgos de la dolarización en el sector financiero y b) promoción del uso de la moneda local. Alternativamente, se han utilizado “medidas más agresivas que limitan directamente la dolarización”, las cuales muestran un papel más intervencionista. Ahora bien, otra medida ha sido “aprender a vivir con la dolarización”. Ver capítulo 3, Ize, A. y Levi, E. Desdolarización financiera: ¿Es posible? en BCRP (2006).

⁵³ La exposición en la transacción se refiere a “la sensibilidad del valor en moneda nacional de los flujos de efectivo contractuales denominados en monedas extranjeras”, mientras que la exposición en la conversión “es el impacto de los cambios inesperados en los tipos de cambio sobre los estados financieros consolidados de una empresa transnacional que tiene sucursales en varios países”. Ver Kozikowski (2007), página 387.

⁵⁴ Sin embargo, es importante señalar que si existe un cambio en el objetivo inflacionario establecido para el 2012 en el Programa Macroeconómico 2011-12, pues en este documento se indicó que para este año el rango meta sería entre el 3% y 5%.

⁵⁵ La competencia por los fondos prestables, por parte del sector privado y público, impulsarán la tasa de interés al alza.

⁵⁶ Este aumento en la vulnerabilidad externa, se manifestará en primera instancia en la prima de riesgo, es decir, en el premio que debe pagar la deuda pública costarricense versus otra deuda considerada más segura por parte de la comunidad inversora internacional. En segunda instancia por el grado de

calificación de crédito soberano, es probable que las agencias de calificación empiecen a reducir el grado de calificación del país.

⁵⁷ Esta presión será más evidente en los meses o épocas en los cuales el mercado de cambios privado tiende a mostrar faltantes. Por el contrario en los meses en que este mercado es superavitario el tipo de cambio tendrá que ser defendido por el BCCR.

⁵⁸ En caso de que la Asamblea Legislativa apruebe la autorización para alcanzar financiamiento externo, mediante la colocación de bonos en los mercados internacionales, es de esperar que la afluencia de este capital financiero tienda a amortiguar el efecto esperado de subida de tasas de interés en los mercados de valores local y a su vez ejercer presión hacia la baja en el tipo de cambio.

⁵⁹ En el programa macroeconómico se establece que el programa de acumulación de RMI irá del 1 de febrero de 2012 al 31 de diciembre de 2013 y que será por un monto de US\$1.500 millones.

⁶⁰ Ver BCCR, Informe de Inflación Diciembre 2011, página 57.

⁶¹ El término anglosajón es Quantitative Easing (QE)

⁶² Ver Financial Times, 27 de setiembre de 2010, www.ft.com

⁶³ Ver comunicado de prensa del 6 de setiembre de 2011, www.snb.ch

⁶⁴ Ver Philip, E. Ensayos Datos financieros necesarios para la supervisión macroprudencial: ¿Cuáles son los indicadores clave de riesgos para la estabilidad financiera interna?, 2009, página 1.

⁶⁵ Los efectos de la gran crisis aún no terminan, al 24 de mayo de 2011, los mercados de bolsa descontaban que los bancos europeos sufrirán pérdidas patrimoniales entre el 60% y 70%, como consecuencia de los denominados activos tóxicos. Esto se ha traducido una menor capacidad para otorgar crédito, tal y como lo señala la definición de inestabilidad financiera.