

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

Análisis de la política monetaria durante el 2015 y los primeros meses del 2016

José Alfonso Muñoz Alvarado

Agosto, 2016



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

Índice

Resumen ejecutivo	3
Comportamiento de la inflación en la economía costarricense.....	3
Contexto.....	4
Inflación en el 2015.....	5
Factores que afectan la inflación	9
Efecto de la caída del precio del petróleo	10
Vulnerabilidad monetaria	13
Regímenes cambiarios e inflación	14
Estabilidad en el mercado cambiario.....	16
Tipo de cambio nominal.....	16
Flotación administrada y su implicación en la economía	21
Tipo de cambio real	26
Sistema Financiero Nacional.....	29
Evolución del crédito durante el 2015.....	29
Tasa de Política Monetaria	32
Limitaciones de la política monetaria en el SFN.....	34
Conclusiones.....	36
Referencias	38

Resumen ejecutivo

La siguiente ponencia analiza el comportamiento que han tenido los más importantes macroprecios (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) a lo largo del 2015 y de los primeros meses del 2016.

Primero se analiza el comportamiento de la inflación, dentro del contexto de los últimos años, con el fin de comprender mejor su comportamiento en el 2015. También se analizan las razones por las que la inflación fue negativa en gran parte del 2015 y sigue siendo negativa en los primeros meses del 2016, así como la inflación de largo plazo, su tendencia y su alineamiento con las metas de inflación fijadas por el Banco Central. Se analizará también por qué la caída del precio del petróleo tiene una implicación tan grande dentro del IPC que provocó las variaciones negativas en dicho índice. Por último, se mencionará el problema del costo tan alto que tiene la economía nacional respecto a sus precios en comparación con los demás países de la región, situación que prevalece y aumenta dada la inflación de los últimos años y la estabilidad cambiaria del 2015.

En la segunda sección se estudia el comportamiento del tipo de cambio, el cual fue bastante estable en términos nominales, no así en términos reales. Se analizan las razones de la estabilidad y la importancia de la oficialización del nuevo régimen cambiario. Además, se analizan las causas que llevaron al Banco Central a acumular Reservas Monetarias Internacionales durante el año 2015.

En la siguiente sección se analizan las distintas variables del Sistema Financiero Nacional, tales como la evolución del crédito al sector privado, la evolución de las tasas de interés, en especial las tasas activas, y la herramienta principal del Banco Central, la Tasa de Política Monetaria. También se analizan los problemas de dolarización del crédito y el efecto de la creciente deuda pública en el sistema financiero.

Para finalizar, la última sección corresponde a las conclusiones y las incógnitas que surgen del análisis del sistema monetario en el 2015 y lo que se podría esperar en los próximos meses si se mantiene el comportamiento de los macroprecios en el 2015.

Comportamiento de la inflación en la economía costarricense

En este apartado se analiza el comportamiento de la inflación en la economía costarricense para el 2015 y los primeros meses del 2016, a partir de la evolución del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en los últimos años. Como parte del análisis se incluyen los distintos factores de corto y largo plazo que afectan la inflación, principalmente la caída del precio del petróleo y otras materias primas, y la estabilidad del tipo de cambio. Se analizará también la importancia que tienen el petróleo y sus derivados sobre el cálculo del IPC y la razón por la que la inflación fue negativa aun cuando hubo bienes y servicios que presentaron un alza en sus precios. Por último, se

mencionará la implicación que tiene la estabilidad inflacionaria y cambiaria sobre el coste relativo de los bienes y servicios nacionales comparados con los demás países latinoamericanos.

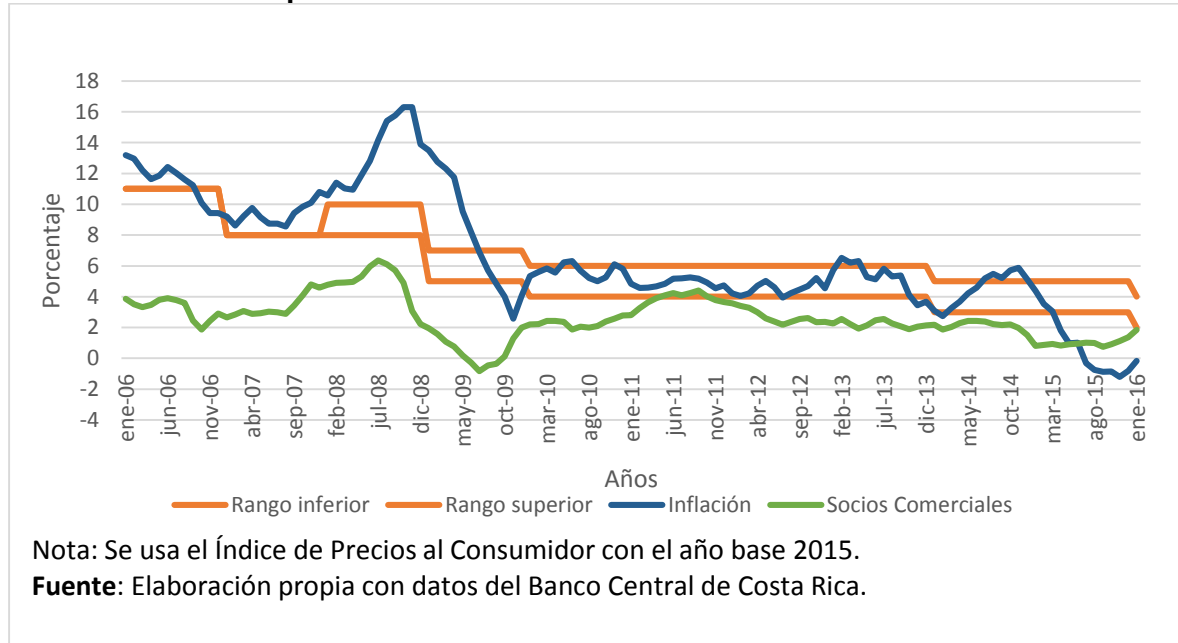
Contexto

Desde inicios de los ochentas, la economía costarricense mostró tasas de inflación de dos dígitos. Estos niveles de inflación no se lograron reducir durante la década de los noventa e inicios de la década pasada; no fue sino hasta el año 2006, cuando el Banco Central de Costa Rica (BCCR) decidió realizar un cambio de sus políticas monetarias, poniendo como principales objetivos *“mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas”* (BCCR, 2016a, recuadro 4), un objetivo que se interpreta como mantener una inflación baja y estable. Una de las medidas para cumplir con sus objetivos fue el cambio régimen cambiario, de uno de minidevaluaciones, hacia un régimen de bandas cambiarias. Este nuevo régimen de bandas cambiarias tenía como objetivo *“desarticular el canal de tipo de cambio como el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria en favor de la tasa de interés de corto plazo como guía para controlar la liquidez y de esa forma mantener la inflación en un rango determinado”* (Villamichel, 2010, página 15).

Durante los primeros años de aplicación del nuevo régimen cambiario se observaron pequeñas reducciones en el nivel de inflación, pero sin lograr reducirla a niveles de un solo dígito. La razón de ello es que antes del régimen de bandas los productores y comerciantes usaban el tipo de cambio como guía para definir sus precios, con la introducción del nuevo régimen el BCCR buscaba que el nuevo guía fueran las metas de inflación, pero se necesitaba tiempo para que los agentes cambiaran sus expectativas y el BCCR construyera la credibilidad necesaria en un esquema de metas de inflación (Villamichel, 2009).

No fue sino hasta el año 2009 que la inflación bajó a ser de un solo dígito. Sumado a lo anterior, el valor de la inflación convergía en ese momento de acuerdo a las metas de inflación que el BCCR anunciaba al inicio de cada año (gráfico 1). Esa tendencia se mantuvo y el país experimentó en los siguientes años una tasa de inflación relativamente baja, acorde con los objetivos del BCCR, aunque, como se detallará más adelante, ello no se ha debido únicamente a la política cambiaria y monetaria aplicada.

Gráfico 1
Inflación interanual para Costa Rica



Inflación en el 2015

En el 2015, la inflación mantuvo un comportamiento a la baja, similar al de los últimos años. En diciembre del 2015, la variación mensual del índice fue de 0,19%, con lo que la inflación anual acumulada y la interanual alcanzaron -0,81%, logrando ser negativa por sexto mes consecutivo (BCCR, 2016b, página 68). Es importante recalcar que los niveles bajos e incluso negativos¹ de inflación no reflejó una postura de política monetaria restrictiva como lo explica el BCCR (2016a), sino que se debió a una reducción en el precio internacional de materias primas, en particular del petróleo y sus derivados, así como la disminución en el precio de servicios regulados y de algunos bienes de origen agrícola.

¹ Es importante recalcar que esto no es un proceso deflacionario. Para que exista deflación en una economía deben presentarse dos características:

- i) Que se origine en una recesión económica (caída del PIB en al menos dos trimestres consecutivos); y que
- ii) la inflación negativa debe ser persistente y generalizada. En este periodo el 53% de los precios de bienes y servicios no mostró reducciones. (BCCR, 2016a)

Para efectos de la política monetaria, se considera como referencia la inflación de largo plazo, la cual muestra las tendencias de los precios de la economía, sin considerar cambios abruptos en ciertos precios que se pueden presentar en el corto plazo. En el periodo 2013-2015 la inflación interanual se ubicó en un 4% o menos un 47% de las ocasiones (BCCR, 2016a, página 30, recuadro 4), es decir, se logró alcanzar la meta de inflación de largo plazo propuesta por el BCCR (4% \pm 1 punto porcentual). Para el 2016 el BCCR volvió a ajustar el rango meta de inflación y lo fijó acorde con la inflación de mediano plazo de los principales socios comerciales, 3% \pm 1p.p (recuadro 1).

Recuadro 1
Inflación de socios comerciales

Al momento de establecer una meta de inflación en la economía, las autoridades monetarias deben considerar la inflación externa. El Banco Central de Costa Rica ha anunciado explícitamente que busca una estrategia hacia un esquema de metas de inflación para ubicar la inflación, en el mediano plazo, a niveles similares a los que presentan los principales socios comerciales.

Álvarez & León (2012) proponen una medida de inflación de socios comerciales con base en ponderadores móviles que se ajustan en función de la importancia relativa del comercio bilateral entre cada socio y Costa Rica, con respecto al comercio total de país. En el siguiente cuadro se observa la ponderación de los principales socios comerciales sobre el índice calculado, donde casi un 50% de la composición de la inflación de los socios comerciales está ligada al nivel de inflación de los Estados Unidos, seguido de una proporción mucho menor de la Zona Euro (11,75%) y China de tercero con una ponderación de 9,41%. Es importante recalcar que la inflación de los socios comerciales es utilizada por el BCCR para fijar sus políticas monetarias y la fijación de las metas de inflación. Tener a Estados Unidos una alta ponderación en este índice implica que la inflación estadounidense tiene un peso grande sobre las políticas seguidas por la entidad bancaria nacional y provoca vulnerabilidad monetaria ligada a los acontecimientos que afecten la economía norteamericana.

Cuadro 1 Ponderaciones de los socios comerciales incluidos al 2012	
Estados Unidos	46,48%
Zona Euro	11,75%
China	9,41%
México	6,34%
Panamá	3,66%
Guatemala	3,64%
Japón	2,98%
Nicaragua	2,57%
El Salvador	2,24%
Honduras	2,18%
Colombia	1,82%
Brasil	1,70%
Reino Unido	1,37%
República Dominicana	1,37%
Chile	1,32%
Canadá	1,80%
Fuente: Álvarez & León. 2012	

Para entender mejor el comportamiento de la variación de los precios durante el 2015, deben considerarse dos acontecimientos importantes acontecidos en el 2015 y su respectivo efecto sobre la inflación. El primero es, como se mencionó previamente, que desde el mes de marzo del 2015 se inició una caída histórica de los precios de las materias primas en el mercado internacional, en especial del petróleo y sus derivados, alcanzando en setiembre del 2015 un precio promedio de \$54,71 por barril de crudo (Consejo Monetario Centroamericano, 2016).

El segundo acontecimiento importante fue la no existencia de un efecto traspaso del tipo de cambio, lo cual se debió a dos razones. Primero, el menor déficit de cuenta corriente a causa de la menor factura petrolera y por tanto de una menor demanda de divisas, y la mayor cantidad de divisas en el mercado cambiario debido a la menor demanda. Estos dos acontecimientos, los cuales se profundizarán en el apartado de tipo de cambio, provocaron estabilidad sobre el tipo de cambio nominal y por tanto no se presentó un efecto traspaso del tipo de cambio sobre la inflación (recuadro 2).

Recuadro 2**Pass Through del tipo de cambio**

El efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios internos de una economía es conocido como el coeficiente de *pass through* del tipo de cambio o efecto traspaso. Este coeficiente tiene su fundamento teórico en dos conceptos muy utilizados en la economía internacional: la paridad del poder adquisitivo (tipo de cambio nominal con que una determinada cesta de bienes y servicios costaría lo mismo en los dos países.) y los precios relativos de los bienes transables y no transables. Por ejemplo, si el coeficiente del *pass through* es 1 hay una variación del 10% en el tipo de cambio nominal que se traslada en una variación del 10% sobre la inflación. Si el *pass through* es 0 entonces no hay efecto sobre la inflación ante cambios en el tipo de cambio nominal.

Los determinantes del *pass through* se pueden separar en dos tipos de factores: macroeconómicos y microeconómicos. Los principales factores macroeconómicos son: credibilidad del Banco Central, indexación de salarios, nivel de inflación, desalineación del tipo de cambio real, evolución de la demanda agregada, apertura comercial, variabilidad del tipo de cambio y magnitud en la variación del tipo de cambio. Los factores microeconómicos pueden ser: grado de concentración del mercado, la dependencia de insumos importados para la producción, la existencia de bienes domésticos sustitutos de los bienes importados y el aporte final sobre el precio final de bienes importados.

En una economía abierta como la costarricense, la balanza comercial juega un papel importante y por tanto también el tipo cambio nominal. Un shock en el ámbito internacional que afecte el tipo de cambio al alza generaría una presión al alza de la inflación vía efecto traspaso. Por el momento, dada la estabilidad cambiaria no se ha tenido efecto traspaso significativo del tipo de cambio sobre la inflación.

Aunque no hay efecto traspaso es importante conocer el origen de dicho efecto. Por esto, Orane (2015) estima la elasticidad del efecto traspaso del tipo de cambio para cada uno de los grupos que conforman el IPC en Costa Rica. El cuadro 2 muestra las elasticidades del traspaso para los grupos del IPC, lo que permite determinar con detalle qué grupos de productos de la economía son los más sensibles ante shocks que afecten el tipo de cambio. Se obtiene que los precios de “Entretenimiento y Cultura”, y “Transportes” son los que más responden a variaciones en el tipo de cambio. Específicamente, un punto porcentual de depreciación de la moneda provoca un aumento de 0,35 puntos porcentuales en los precios de “Transportes” 12 meses después del shock. Orane concluye que el choque en el tipo de cambio presenta su mayor magnitud en los meses más próximos a la perturbación, dado que el efecto tiende a disiparse con el paso del tiempo.

Grupo	3 meses	6 meses	12 meses	24 meses	36 meses
IPC	0,095**	0,141**	0,241*	0,371	0,371
Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	0,091	0,079	0,031	0,004	0,003
Bebidas Alcohólicas y Cigarrillos	0,224	0,188	0,144	0,184	0,198
Comidas y Bebidas fuera del Hogar	-0,021	-0,024	-0,041	-0,078	-0,089
Alquiler y Servicios de Vivienda	-0,256	-0,407	-0,588	-0,787	-0,85
Prendas de Vestir y Calzado	0,026	0,023	-0,022	-0,173	-0,174
Artículos para Vivienda y Servicio Doméstico	-0,035	-0,022	-0,016	-0,044	-0,053
Salud	0,047**	0,065	0,093	0,132	0,142
Comunicaciones	0,034	0,157	0,438	0,862	1,035
Transportes	0,206	0,264*	0,35**	0,381**	0,377**
Entretenimiento y Cultura	0,297***	0,325***	0,341***	0,332	0,325
Educación	-0,012	-0,038	-0,109	-0,216	-0,258
Bienes y Servicios Diversos	0,051	0,059	0,082	0,084	0,075

Nivel de Significancia: ***: 1 % **: 5 % *: 10 %
Fuente: Orane (2015), página 15.

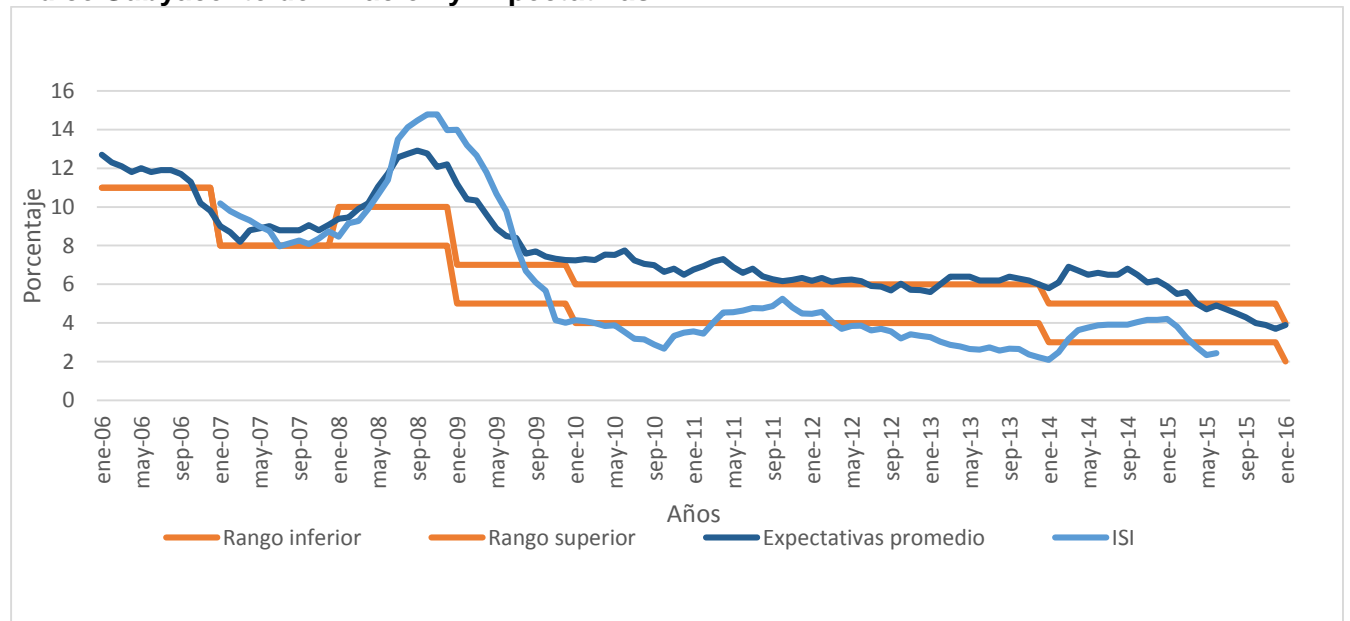
Fuente: León, Laverde & Durán (2002).

Factores que afectan la inflación

De acuerdo con Lankester (2015), para mantener la inflación dentro de la meta establecida es necesario tener bajo control cinco factores, los cuales se pueden clasificar en tres de corto plazo y dos de largo plazo. Según el BCCR (2016a) los factores de corto y largo plazo están comportándose de manera coherente con la variación de precios de largo plazo por lo que en los próximos meses se espera que la inflación se ubique en valores positivos, bajos y convergiendo hacia el rango meta de $3\% \pm 1p.p.$

En el corto plazo, uno de los factores es el efecto traspaso del tipo de cambio, el cual, como se mencionó anteriormente, no tuvo un efecto significativo sobre la inflación durante el 2015. El segundo factor que incide en el corto plazo son las expectativas de inflación, las cuales mostraron un comportamiento convergente a las metas de inflación definidas por el BCCR (gráfico 2). El último factor de corto plazo que afectó la inflación en el 2015 fue la reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) por parte del BCCR para contener los excesos de liquidez en instrumentos de muy corto plazo (BCCR, 2016a), ayudando a mantener la inflación baja en el corto plazo. En el largo plazo los factores que presionan la inflación son los incrementos en la demanda agregada y los agregados monetarios, los cuales, según el BCCR se han mantenido a niveles acorde a las metas de inflación de largo plazo.

Gráfico 2.
Índice Subyacente de Inflación y Expectativas



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

Para analizar la evolución de la inflación en el largo plazo y determinar que los factores que inciden en la misma están acordes con la meta fijada por el Banco Central, se utiliza el Índice Subyacente de Inflación (ISI). El ISI es un índice de precios que mide

la tendencia de la inflación en el mediano plazo, lo cual se logra eliminando del IPC aquellos productos, cuyos precios muestran un comportamiento estacional o que son fijados por alguna autoridad. Los precios de los productos eliminados son los más afectados por estacionalidad y factores irregulares de naturaleza climática como los bienes de origen agrícola; también se eliminan del cálculo los bienes y servicios fijados por la Autoridad Reguladora de Servicios Públicos (ARESEP) como la energía eléctrica, agua, teléfono, gas, combustibles, taxi, entre otros y por último, se omiten los servicios ajustados una o dos veces al año como universidades, colegios y escuelas (Araya, 2011).

El gráfico 2 presenta el comportamiento que ha tenido el ISI y las expectativas de inflación promedio desde el 2006. El comportamiento del ISI converge al rango meta del BCCR, al igual que las expectativas de inflación. Este comportamiento que tuvieron el ISI y las expectativas de inflación durante el 2015 muestra que la inflación negativa presentada durante la mayor parte del año pasado no se debió a los factores de largo plazo que afectan la inflación ni tampoco a políticas monetarias restrictivas del BCCR, sino más bien a una situación de corto plazo; en este caso la razón principal fue la caída del precio de las materias primas y de los precios de algunos bienes regulados como el agua y la luz.

Efecto de la caída del precio del petróleo

Al ser el objetivo de esta ponencia estudiar el comportamiento durante el 2015 y principios del 2016 se seguirá analizando el comportamiento de la variación del IPC y no el del ISI. La razón es que, como se mencionó en el párrafo anterior, el ISI mantiene un comportamiento de largo plazo acorde a las metas de inflación del BCCR, sin embargo, en el corto plazo la evolución del IPC sí presentó un cambio que lo aleja de los niveles buscados por la entidad monetaria.

Como se mencionó anteriormente, la inflación negativa fue producto principalmente de la caída del precio de las materias primas importadas. Al ser Costa Rica un importador neto de este bien es importante profundizar más en el peso del precio del petróleo sobre el IPC y determinar el efecto de las variaciones del precio de este insumo sobre la inflación, con el fin de entender mejor la relación que existe sobre el IPC y los shocks que se pueden presentar en los mercados internacionales.

Primero se va a analizar la ponderación del petróleo sobre el cálculo del IPC. En la tabla 1 se muestran las ponderaciones que tienen los diferentes bienes y servicios a la hora de calcular el IPC para el 2014 y el 2015. Debido al cambio de IPC en julio del año pasado la ponderación cambió y por tanto el 2015 se debe separar en semestres para el análisis de la inflación. Los bienes definidos dentro de “Alimentos y bebidas no alcohólicas” representa el 21,4% de la canasta utilizada para calcular el IPC con base

junio 2015, siendo el grupo con la mayor ponderación del sobre dicho indicador². Esto implica que un cambio en el precio de estos bienes afecta más en el cálculo del IPC que un cambio de la misma magnitud de un bien que pertenece a un grupo con menor ponderación, por ejemplo, un bien que pertenezca al grupo de “Bebidas alcohólicas y cigarrillos”, ya que tiene una ponderación del 0,68%.

Para desagregar el impacto por los principales grupos de consumo, se estimó el efecto neto en el nivel del IPC, al multiplicar la variación de cada grupo por su ponderador respectivo (tabla 1). Al analizar el efecto se determina con mayor profundidad la razón por la cual la variación acumulada de precios fue negativa. El grupo que más aportó al nivel negativo de la inflación fue el grupo de “Transportes” que tuvo un efecto de -0,69 puntos porcentuales (p.p.) sobre la inflación para el segundo semestre del 2015, el tamaño de este efecto fue producto del cambio de -4,60p.p. en el 2015 y el 15,04% de ponderación de dicho grupo sobre el IPC.

Hubo otros grupos de bienes y servicios que presentaron un aumento de precios y tuvieron un efecto positivo sobre el IPC, pero dado que tienen una ponderación menor no lograron contrarrestar el fuerte efecto que tuvo el grupo de “Transportes” sobre el IPC. Por ejemplo, el grupo de servicios de “Educación” tuvo un aumento en sus precios de 5,35p.p. para el primer semestre del 2015 pero como dicho grupo tiene una ponderación sobre el IPC apenas del 6,86% no logró alcanzar el efecto neto del grupo “Transportes”. También es importante mencionar que, aunque el grupo de “Alimentos y bebidas no alcohólicas” tiene la mayor participación relativa en el cálculo del IPC, presentó un aumento de negativo para el primer semestre y uno positivo bastante bajo para el segundo semestre del 2015. Dicho aumento del grupo “Alimentos y bebidas no alcohólicas” fue relativamente pequeño respecto al cambio negativo que tuvo “Transportes”. Sin embargo, es importante resaltar que el grupo “Alimentos y bebidas no alcohólicas” viene presentando aumentos desde el 2014 donde para ese año presentó una variación acumulada de 6,33p.p., luego una variación de -0,36p.p. para el primer semestre del 2015 y de 0,98p.p. para el segundo semestre del mismo año (tabla 1). De igual forma los grupos de “Salud”, “Comidas fuera del hogar y servicio de alojamiento” y “Educación” han presentado variaciones positivas por lo cual se puede considerar que dichas variaciones son acorde a la tendencia del precio de esos bienes, mientras que la reducción del grupo de “Transportes” corresponde más bien a un caso atípico presentado en el 2015, consecuencia del ámbito internacional.

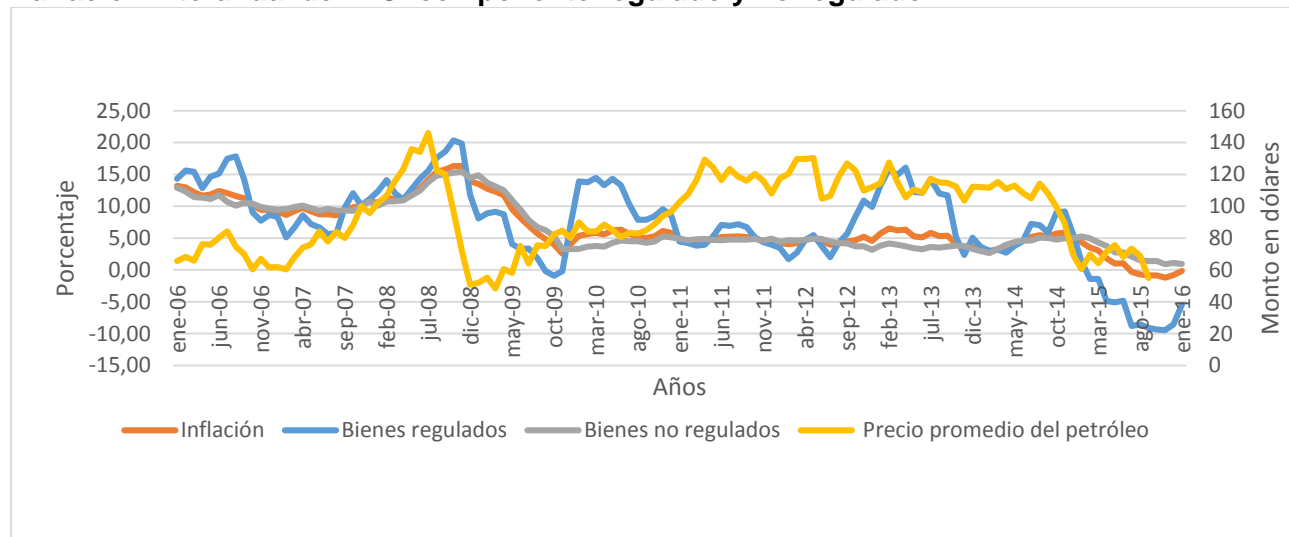
² La mayor ponderación de unos bienes sobre otros se debe a la cantidad de bienes sobre la canasta de bienes y servicios utilizada para calcular el IPC.

Tabla 1									
Ponderadores, variación acumulada y efecto neto de los componentes del IPC									
Grupos	Ponderación base 2006	Ponderación base 2015	2014		2015 I semestre		2015 II semestre		
			Variación acumulada	Efecto neto	Variación acumulada	Efecto neto	Variación acumulada	Efecto neto	
Alimentos y bebidas no alcohólicas	18,61	21,40	6,33	1,18	-0,36	-0,067	0,98	0,21	
Bebidas alcohólicas y cigarrillos	0,69	0,68	5,09	0,04	4,92	0,034	-0,72	0,00	
Prendas de vestir y calzado	5,86	4,92	-0,31	-0,02	-0,71	-0,042	-2,05	-0,10	
Alquiler y servicios de la vivienda	10,64	10,08	7,82	0,83	-2,02	-0,215	-2,32	-0,23	
Muebles, artículos para la vivienda y servicio doméstico*	8,65	6,84	3,46	0,30	1,13	0,098	-0,56	-0,04	
Salud	4,81	5,22	6,60	0,32	2,71	0,130	0,34	0,02	
Transporte	18,19	15,04	3,92	0,71	-2,17	-0,395	-4,60	-0,69	
Comunicaciones	4,45	4,90	0,00	0,00	-0,20	-0,009	-2,78	-0,14	
Entretenimiento y cultura	7,25	7,18	0,08	0,01	-0,40	-0,029	-0,02	0,00	
Educación	5,89	6,86	6,53	0,38	5,35	0,315	0,16	0,01	
Comidas fuera del hogar y servicio de alojamiento**	8,61	9,08	4,28	0,37	1,08	0,093	1,23	0,11	
Bienes y servicios diversos	6,35	7,80	6,74	0,43	0,92	0,058	-0,32	-0,02	
IPC	-	-	-	4,54	-	-0,03	-	-0,88	
*: Llamado "Artículos para la vivienda y servicio doméstico" en el IPC base 2006.									
**: Llamado "Comidas y bebidas fuera del hogar" en el IPC base 2006.									
Fuente: INEC, 2016									

Segundo, vamos a analizar el comportamiento de los bienes cuya fijación se hace por alguna autoridad. Este grupo de bienes forman el componente de bienes y servicios regulados del IPC, en los cuales se ubica el petróleo, cuya variación en el precio impacta la producción de otras tarifas como la electricidad, el agua y el pasaje de autobús, bienes también pertenecientes al componente de bienes y servicios regulados. Al caer el precio de las materias primas, el componente regulado del IPC presentó una caída significativa, ya que al caer el precio del petróleo se reduce el precio de la electricidad y demás bienes donde se utiliza dicho insumo. Mientras tanto, el elemento de bienes y servicios no regulados no presentó una variación significativa durante el 2015, principalmente al hecho que no hubo un efecto traspaso del tipo de cambio y que las expectativas de los agentes van acorde a las metas de inflación del BCCR. La gran variación a la baja del componente de bienes regulados y la estabilidad de los bienes no regulados provocó que la variación del IPC fuera un reflejo del comportamiento de los bienes regulados. Esto también se refleja en que los bienes regulados por ARESEP no están dentro del ISI, como fue mencionado arriba y por tanto la inflación de largo plazo no se alteró por la caída de estas materias primas. El gráfico 3 muestra la caída presente en el precio del petróleo en el 2015, la cual se vio reflejado en el componente de bienes regulados del IPC, ya que, como se mencionó anteriormente, el crudo forma parte de este componente y además, afecta la tarifa de los demás bienes regulados. También se puede observar el comportamiento estable que ha tenido los bienes no

regulados desde el 2010 y cómo al mantener esa estabilidad la variación del IPC en el 2015 mostró un comportamiento más similar al de los bienes regulados, provocando niveles negativos en la inflación.

Gráfico 3
Variación interanual del IPC: componente regulado y no regulado



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica y el Consejo Monetario Centroamericano. 2016

Vulnerabilidad monetaria

En las secciones anteriores se presentaron los diferentes acontecimientos y factores que afectaron el comportamiento de la inflación en la economía costarricense durante el año 2015 y primeros meses del 2016. Ahora, es importante recalcar dos elementos presentes en estos factores que están generando vulnerabilidad monetaria³ en la economía nacional. El primer elemento es la relación que existe entre el precio del petróleo y la inflación (gráfico 3). Dado que el BCCR en su programa monetario 2016-2017 (2016a) asegura que la inflación negativa del año pasado no se explica por políticas monetarias restrictivas, y que la inflación de largo plazo converge a las metas de inflación propuestas por la entidad este no pudo aplicar políticas monetarias expansivas para contrarrestar los niveles negativos del IPC, sin mencionar todavía los efectos que tienen estas políticas en el mercado cambiario.

El segundo elemento es el tipo de cambio y el efecto traspaso sobre la inflación. Como se mencionó, durante el 2015 el país mantuvo una estabilidad cambiaria, la cual limitó la posibilidad de un efecto *pass through* significativo. De acuerdo al BCCR (2016a) y como se detalla más adelante, la relativa estabilidad en el tipo de cambio nominal se debe a la mejora en los términos de intercambio por la caída de los precios

³ Efectos pronunciados en las variables monetarias (precios, tasas de interés, tipo de cambio y demás) de un país ante shocks externos.

internacionales de las materias primas. En otras palabras, por lo explicado en las secciones anteriores, el precio del petróleo y sus derivados afectan directamente la inflación, pero también lo puede afectar indirectamente por la vía del efecto traspaso del tipo de cambio. En este caso, no hubo efecto porque los precios de las materias primas cayeron lo cual permitió una menor demanda de divisas por la reducción del costo de la importación de materias primas y la factura petrolera, logrando mantener estabilidad en el tipo de cambio.

Situación que cambiaría si los precios internacionales de estos bienes más bien suben, ya que ello significaría un deterioro en los términos de intercambio y el efecto traspaso en ese caso sí afectaría la inflación. Lankester (2015) y Castro (2014) mencionan la imposibilidad que va a tener el BCCR ahora que oficializó el régimen de flotación administrada y por tanto dejó al tipo de cambio a la libre, para poder mantener el tipo de cambio estable y una inflación baja y estable. Entonces si el BCCR desea mantener una estabilidad cambiaria tendría que permitir un mayor nivel de inflación y si más bien estabiliza la inflación a cambio de una libertad en el mercado cambiario ya que controlar las dos le es imposible según la Trinidad Imposible: *“no es posible, en un país abierto a los capitales, controlar inflación y tipo de cambio”* (Lankester, 2015, página 17).

Regímenes cambiarios e inflación

Como se mencionó en la sección anterior, el mercado cambiario es un elemento importante a la hora de obtener y analizar el comportamiento de la inflación. En esta sección se describirá la relación que existe entre el mercado cambiario, sus regímenes y la inflación.

A partir de 1984 el BCCR decidió utilizar un régimen de minidevaluaciones con el fin estimular las exportaciones. El proceso de minidevaluaciones consistía en que el BCCR devaluaba de forma diaria en pequeñas cuantías el tipo de cambio nominal, lo cual aumentaba la competitividad y se lograba estimular las exportaciones. De Paula (Lizano y López, 2006) menciona una serie de desventajas que tiene tal sistema. El más relevante a mencionar en esta ponencia es la inercia inflacionaria que generaba el régimen de minidevaluaciones, esto porque el sistema monetario se volvía predecible, lo cual provocaba que en cada periodo las empresas ajustaran sus propios precios de acuerdo a las expectativas que generaban según las observaciones y percepciones que conformaban de la economía nacional. Este ajuste de precios propio de las empresas provocó una inflación anual inercial de entre el 10 y el 30%. Esta inercia inflacionaria fue lo que mantuvo la inflación en dos dígitos por más de dos décadas. Ante esta persistencia inflacionaria en el año 2006 el BCCR migró a un esquema de metas de inflación donde el único objetivo del Banco Central sería mantener una inflación baja y estable. En este nuevo régimen es indispensable que exista credibilidad del BCCR y para lograrlo dicha entidad no podía continuar con sus intervenciones en el mercado cambiario. El lento ajuste de expectativas por parte de los agentes y el tiempo

necesario para que el BCCR construyera su credibilidad fue la razón por la que hasta el año 2009 la inflación nacional disminuyó a un dígito.

Sin embargo, la adopción a este nuevo esquema de metas de inflación tuvo una consecuencia importante en la economía nacional. La adopción de las bandas cambiarias provocó una apreciación del colón, ya que el tipo de cambio nominal no se depreciaba constantemente como sucedía con las minidevaluaciones, sino que tenía libertad de moverse dentro de las bandas establecidas por el BCCR. La apreciación del colón afectó la competitividad de las exportaciones y encareció relativamente al país (Mata, 2015), lo que conjuntamente con una inflación superior a la del exterior, encareció al país aún más.

Este encarecimiento relativo de la economía se amplía también debido al aumento estable de grupos de bienes y servicios relativamente más tangibles o sensibles para los consumidores. Por ejemplo, desde el 2013 el precio del grupo de “Alimentos y bebidas no alcohólicas” ha venido presentado una variación positiva, 3,83% en el 2013, 4,27% en el 2014 y 3,26% en el 2015 (tabla 1). “Educación” y “Salud” presentan también cambios positivos altos en estos últimos años.

Estos dos efectos: estabilidad cambiaria y aumento de precios de bienes relativamente más tangibles para los consumidores, han provocado el hecho que Costa Rica sea considerado uno de los más caros de la región. Mata (2015) responde esta interrogante al comparar los precios del consumo, encontrando que los precios costarricenses relativos a los de Estados Unidos y al promedio de América Latina y el Caribe, han aumentado desde aproximadamente el 2006. Este aumento se debe tanto al diferencial de inflaciones entre Costa Rica y Estados Unidos y entre Costa Rica y América Latina y el Caribe, así como a la apreciación del colón respecto al dólar. La apreciación, según la autora, es un factor determinante en encarecer a Costa Rica, ya que el colón solía depreciarse cuando se tenía un régimen de minidevaluaciones, lo cual disminuía los precios respecto al resto del mundo al ser la moneda más barato que las de otros países y por tanto los bienes producidos en el país presentaban un precio relativamente menor. Pero, como a partir del 2006 el BCCR cambió al régimen de bandas cambiarias el colón dejó de depreciarse frente al dólar como lo hacía antes y por tanto tener una estabilidad cambiaria respecto al dólar. Esto aunado a una inflación relativamente mayor a la de Estados Unidos se obtiene un encarecimiento de Costa Rica respecto a Estados Unidos y al resto del mundo.

En conclusión, Costa Rica ha estado experimentando una inflación negativa, que es posible que persista durante los próximos meses. Sin embargo, ante la vulnerabilidad que existe respecto al contexto internacional, un cambio en precios internacionales puede hacer que el comportamiento del IPC cambie a corto plazo, mientras que la inflación de largo plazo sigue convergiendo a los rangos de las metas de inflación propuestas por el BCCR. Sin embargo, la inflación no se vio más afectada debido a la estabilidad cambiaria que existe en la economía costarricense, dicha estabilidad se va a explicar en el siguiente apartado.

Estabilidad en el mercado cambiario

En esta sección se analiza la estabilidad cambiaria presente durante el 2015. Se explican los diferentes factores nacionales e internacionales que originaron ese comportamiento, pero también se analiza el hecho de que, a pesar de que el tipo de cambio nominal no presentó una variación importante, no pasó lo mismo con el tipo de cambio real, lo cual tiene implicaciones importantes en la competitividad del país con el resto del mundo. También se analiza las implicaciones que tiene en la economía nacional la oficialización por parte BCCR del nuevo régimen de flotación administrada para definir el tipo de cambio nominal y la razón de la acumulación de Reservas Monetarias Internacionales realizado por dicha entidad el año pasado.

Tipo de cambio nominal

Primero, se va a analizar el comportamiento del tipo de cambio nominal en el mercado cambiario costarricense. Durante el 2015 el tipo de cambio nominal mostró un comportamiento estable de alrededor de 540 colones por dólar. Esta estabilidad fue producto de dos factores: el menor déficit de cuenta corriente a causa de la menor factura petrolera y por tanto de una menor demanda de divisas, y la mayor cantidad de divisas en el mercado cambiario debido a la menor demanda. Pero antes de explicar los dos factores se mencionará el funcionamiento del nuevo régimen oficial en el mercado cambiario, la flotación administrada.

A inicios del 2015 el BCCR oficializó el nuevo régimen de flotación administrada en el mercado cambiario (BCCR, 2016c, página 22). Este anuncio del BCCR era esperado por los agentes económicos, desde el 2013 la entidad monetaria se vio obligada a intervenir en el mercado interbancario de divisas, pues de lo contrario hubiera comprometido el valor del tipo de cambio y el logro de la meta inflacionaria se hubiese puesto en entredicho por parte de los agentes económicos. Estas intervenciones del BCCR se presentaron de dos formas: la intradía y la interdía. Las intervenciones fueron intradía le sirven para evitar fluctuaciones violentas diarias y las intervenciones interdía para evitar fluctuaciones del tipo de cambio sobre su tendencia de largo plazo. Al BCCR tener la posición de evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambios por medio de sus intervenciones, siempre y cuando no se interrumpa la tendencia de mediano plazo, el régimen cambiario nacional se convirtió en uno de flotación administrada⁴. Este cambio de régimen pudo haber afectado al tipo de cambio, pero como los agentes económicos adecuaron su comportamiento a este régimen desde el 2013 y, como al momento de la oficialización del 2015 la estructura y la

⁴ “Cuando los países tratan de influir en sus tipos de cambio mediante la compra o venta de monedas, el régimen recibe el nombre de régimen de flotación administrada” (Castro 2014, página 16).

normativa de funcionamiento del mercado cambiario se mantuvieron igual, no hubo efecto sobre el tipo de cambio nominal. Estas intervenciones en el Mercado de Moneda Extranjera (MONEX) son la forma en que el BCCR logra cumplir con su objetivo de estabilidad cambiaria. Sin embargo, las intervenciones en determinadas ocasiones favorecerán la depreciación del tipo de cambio y en otras la apreciación de dicho macroprecio.

Una depreciación del tipo de cambio mejora la competitividad de las exportaciones porque hace que cada dólar valga más colones, beneficiando a los exportadores, entre ellos el sector turismo. Mientras que una apreciación beneficia a los importadores y a la mayoría de consumidores, dado que el precio de los bienes transables se abarata. Tanto las depreciaciones de la moneda como sus apreciaciones tienen efectos distintos sobre las diversas actividades productivas, en algunos casos favorece algunas actividades, pero al mismo tiempo perjudica a otras.

Conociendo el régimen oficial del sistema cambiario se continuará a la explicación de los factores que permitieron una estabilidad cambiaria en el 2015. El primer factor que favoreció a la estabilidad cambiaria fue la evolución del tipo de cambio nominal acorde con un menor déficit. La caída del precio de las materias primarias permitió un menor el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, pasó de 4,7% en el 2014 a 4,0% del PIB para el 2015. Este menor déficit de cuenta corriente pudo ser financiado por los flujos de ahorro externo de mediano y largo plazo, principalmente inversión extranjera directa (IED), disminuyendo la menor demanda de divisas para cubrir el déficit lo cual no generó presión a la baja del tipo de cambio nominal.

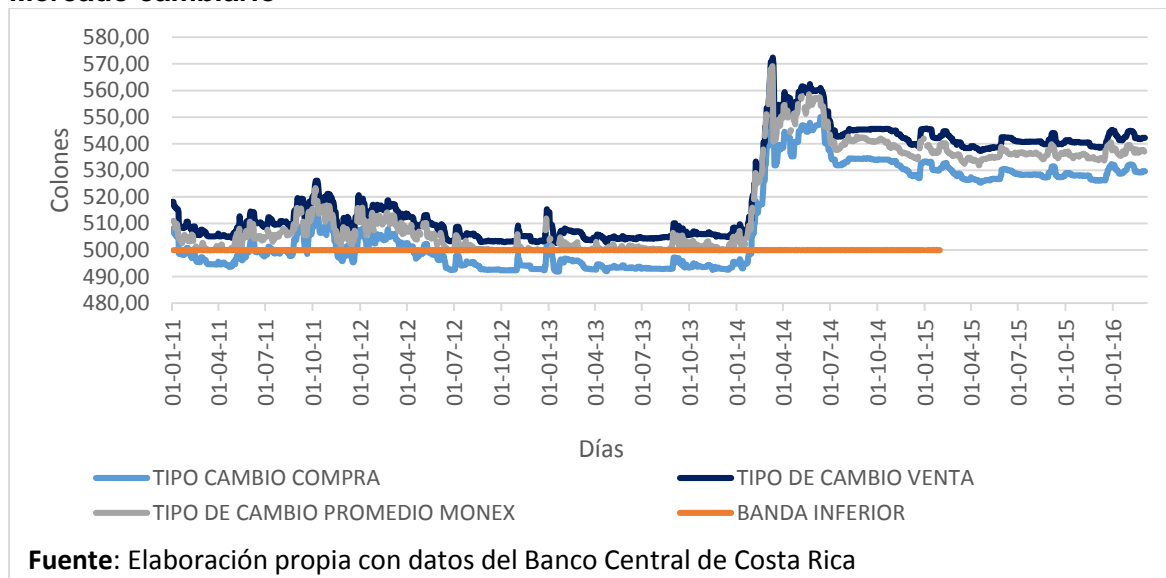
El segundo factor que explica la estabilidad cambiaria del año pasado fue la mayor cantidad de divisas que dispuso el mercado cambiario. La causa de esta mayor cantidad de divisas se debe a dos razones principalmente. Primero, al igual que en el primer factor, la mejora en los términos de intercambio producto de la caída del precio internacional de las materias primas, disminuyó la factura petrolera y el costo de importación de materias primas. La segunda razón fue el mayor ingreso neto de recursos externos para el sistema financiero y para el sector público. Por un lado, hubo un aumento del endeudamiento externo de los intermediarios financieros, los cuales prefirieron endeudarse en exterior con tasas de interés menores y a un tipo de cambio estable, con el fin de aumentar sus reservas de divisas, posiblemente para atender una mayor demanda. Por otro lado, se estima que el Gobierno Central presentó un déficit financiero equivalente a 5,9% del PIB, pero el resultado primario tuvo una mejora del 0,2p.p. del PIB (BCCR, 2016a, página 21). Esta mejora en el resultado primario permitió una menor demanda de divisas por parte del sector público.

Aparte de estas dos razones también se presentaron condiciones favorables en el contexto internacional. Principalmente por el comportamiento que ha mantuvo a nivel internacional la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED), la cual continuó con sus retiros del programa de estímulo debido al mejoramiento de la economía y el nivel de

desempleo del mercado norteamericano. Este hecho mantuvo la expectativa de un aumento de tasas de interés debido a la disminución en la demanda por títulos de la FED. Esta expectativa, la cual se presenta desde el 2013 (Castro, 2014), podría provocar que capital de mercados emergentes regresen a economías desarrolladas, como Estados Unidos, y se inviertan en instrumentos menos riesgosos, presionando al alza el tipo de cambio de países pequeños (Lankester, 2015). Sin embargo, no fue hasta el miércoles 16 de diciembre del 2015 que la FED realizó el anuncio que la tasa de interés aumentaría en 0,25%, para ubicarse entre el 0,25% y 0,5% anual. Este aumento fue tan pequeño que no afectó las acciones de los agentes económicos internacionales y por tanto no hubo cambios en los flujos de capital del país, permitiendo continuar con la estabilidad que el tipo de cambio nominal venía teniendo durante el año.

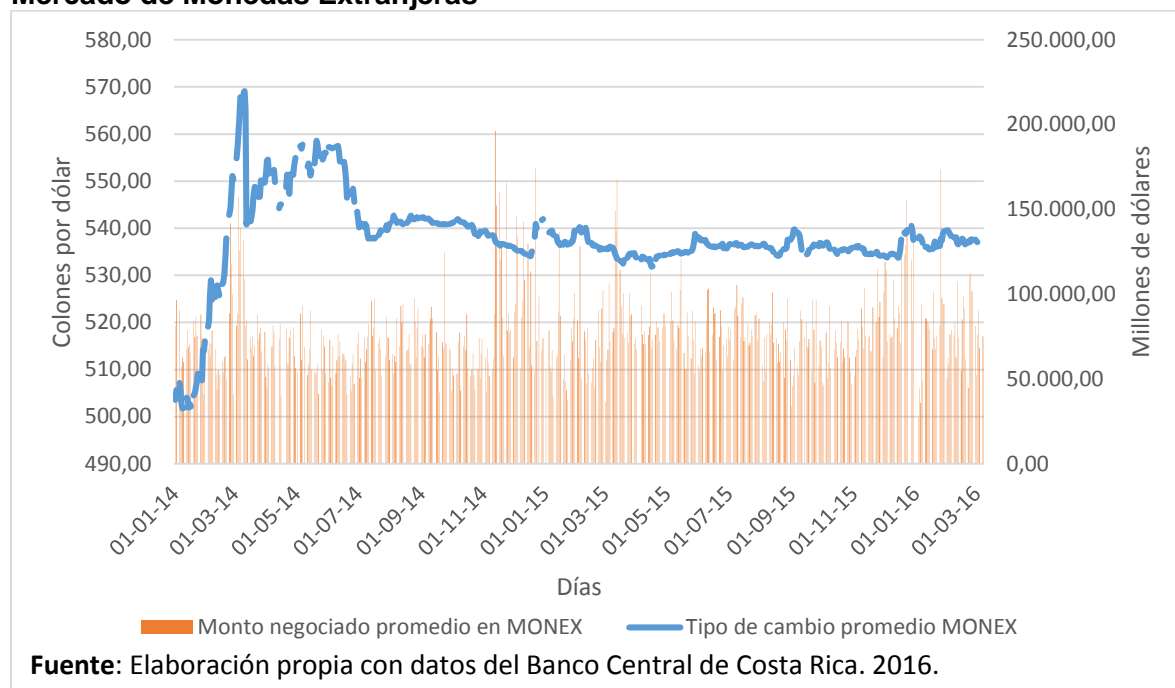
Todos estos acontecimientos hicieron que el tipo de cambio nominal presentara una estabilidad a lo largo de todo el 2015 (el gráfico 4). Desde finales del 2014 el tipo de cambio promedio del Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) se ha mantenido estable alrededor de 540 colones por dólar. El mercado cambiario se mantuvo sin mucho cambio durante el 2015 y los montos transados en dicho mercado en su mayoría fueron acorde al comportamiento estable que mantuvo durante todo el año (gráfico 5).

Gráfico 4
Mercado cambiario



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

Gráfico 5
Mercado de Monedas Extranjeras



La estabilidad del tipo de cambio de la economía costarricense se puede incluir también dentro de un marco de estabilidad cambiaria a nivel regional⁵. El gráfico 6 presenta la variación anual del tipo de cambio nominal de compra promedio de los países centroamericanos. Aunque la región centroamericana mantenga una relativa estabilidad, el mercado costarricense fue el país con la mayor apreciación, mientras los demás países experimentaron una devaluación de su tipo de cambio (tabla 3). En perspectiva comparada con otros países latinoamericanos, socios comerciales importantes del país, estas economías han devaluado su moneda de forma significativa, aumentando su competitividad a nivel internacional. El aumento del tipo de cambio de estas economías va acorde con la caída del precio internacional del petróleo, ya que al ser muchos de estos países productores de bienes como el petróleo y otras materias primas que bajaron de precio el año pasado, se produjo una disminución en los ingresos comerciales de dichas economías, por lo que si no devaluaban iban a presentar problemas en su cuenta corriente. Estas devaluaciones complican el panorama para la economía costarricense porque mientras los demás países de la región devalúan, Costa Rica se mantiene apreciando su moneda lo cual continúa con la pérdida de competitividad explicada en la sección anterior.

⁵ El Salvador es una economía oficialmente dolarizada desde el año 2001, por esta razón no se incluirá en el análisis.

Gráfico 6.
Variación en el tipo de cambio de compra promedio por países

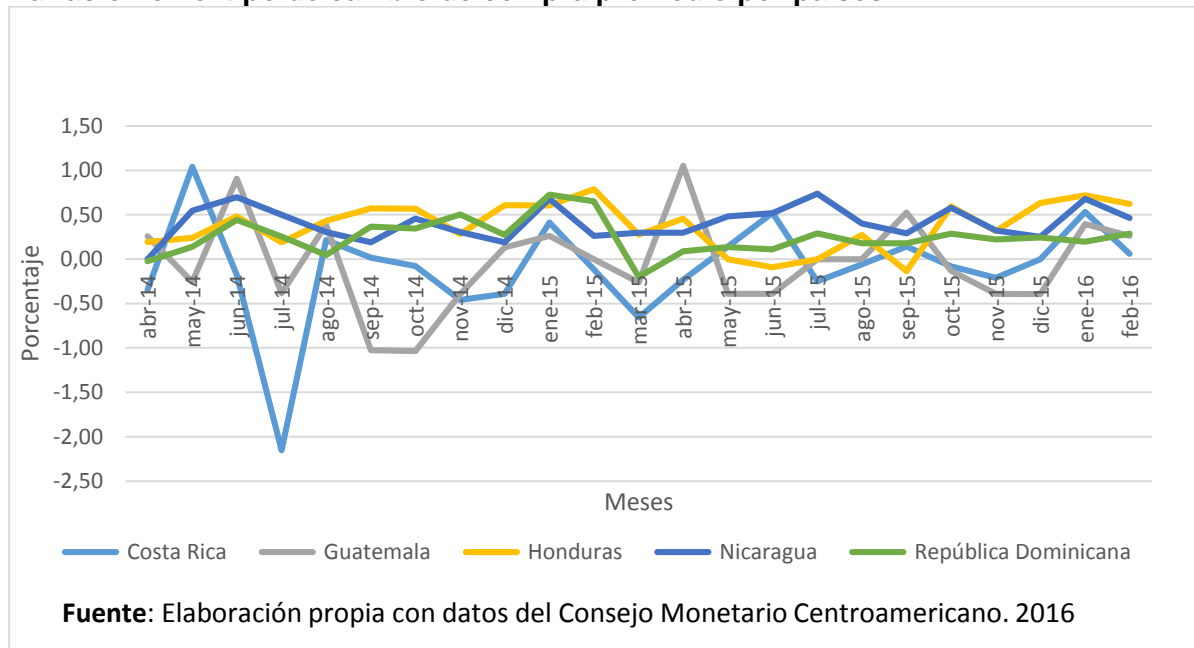


Tabla 3
Devaluación Interanual durante el 2015 en una selección de países latinoamericanos

País	Devaluación (2015)
Argentina	51,20%
Brasil	46,70%
Colombia	32,50%
México	16,00%
Chile	15,60%
Perú	14,80%
Nicaragua	5,50%
Honduras	4,00%
Guatemala	0,50%
Costa Rica	-0,40%

Fuente: IICE con datos del BCCR. 2016

Por tanto, se observó que la estabilidad cambiaria fue producto de un comportamiento que venía presentando el BCCR desde el 2013 y por tanto no generó cambios en los agentes el año pasado. Donde la principal razón de la estabilidad fue la mayor cantidad de reservas presentes en el mercado cambiario producto de la caída del precio de las materias primas, situación que posiblemente cambie en el futuro. Sin embargo, al

oficializar el régimen de flotación administrada es importante analizar las diversas consecuencias presentes con dicho régimen.

Flotación administrada y su implicación en la economía

En este apartado se explicarán las consecuencias, tanto positivas como negativas de un régimen de flotación administrada ante el anuncio oficial del BCCR de utilizar este régimen en el mercado cambiario costarricense. Además, en esta sección se incluye la importancia de las Reservas Monetarias Internacionales para mantener el régimen de flotación administrada.

En una economía abierta como la costarricense, el tipo de cambio resulta de suma importancia al determinar el costo relativo de los bienes y, por tanto, de los intercambios comerciales y financieros entre el país y sus socios comerciales. El régimen de flotación administración se caracteriza porque el nivel del tipo de cambio nominal es producto del mercado, pero en donde la autoridad monetaria interviene de manera directa o indirecta para influir en el nivel negociado y que se ubique de acuerdo con sus objetivos de evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambios. Sin embargo, estas intervenciones sucederán siempre y cuando no se interrumpa la tendencia de mediano plazo de dicha variable y no implica la existencia de una ruta predeterminada por la entidad.

El rasgo más importante a resaltar de la decisión del BCCR con su oficialización del nuevo régimen es la aparente solución del problema conocido como la Trinidad Imposible. En el caso de Costa Rica, el sistema de bandas hizo que por mucho tiempo el tipo de cambio no bajara de la banda inferior lo cual provocó rigidez en el tipo de cambio nominal al mantenerse por mucho tiempo en su valor mínimo. Esta “rigidez” del tipo de cambio provocó que el BCCR tuviera que decidir entre movilidad internacional de capitales o una política monetaria activa, problema que el tipo de cambio flexible ligado a flotación administrada solucionó al no existir un nivel máximo o mínimo para el tipo de cambio nominal, situación presente en las bandas cambiarias. Con el nuevo régimen se obtiene una mayor autonomía para tipo de cambio y menos obligaciones para BCCR, lo que le permitiría a la entidad tener un mayor control de la política monetaria al no tener que preocuparse tanto por el mercado cambiario. Sin embargo, por factores externos ajenos al control del BCCR y a la política de compra de reservas el tipo de cambio se percibe como rígido, pero en la realidad no es así y ante futuros cambios en el contexto internacional como aumentos de la tasa de interés de la FED, o incrementos en las materias primas, el BCCR se va a enfrentar ante una Trinidad Imposible y el país puede experimentar una importante depreciación de la moneda.

Aún con la ventaja de no tener la Trinidad Imposible presente (en teoría) en el sistema monetario y poder contar con una política monetaria abierta e independiente y permitir una movilidad internacional de capital, el BCCR tiene como objetivo también “mejorar el blindaje financiero del país para poder mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas” (BCCR, pág.

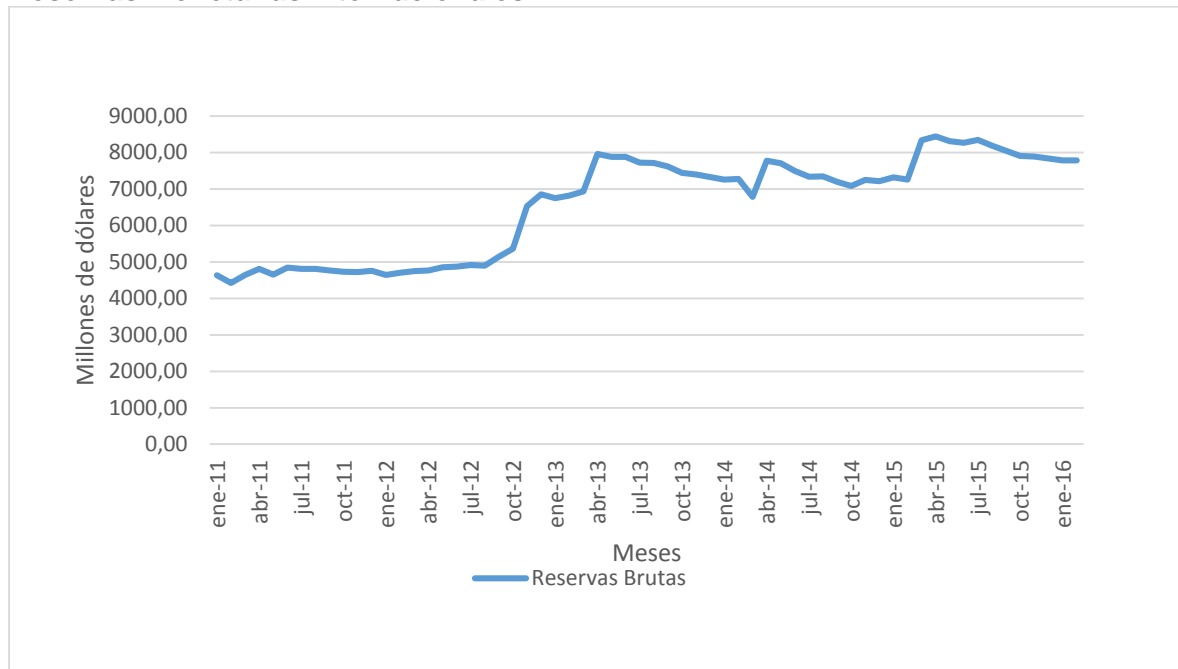
21, 2016) por lo que debe disponer de reservas monetarias internacionales (RMI) para poder participar en MONEX ante alguna eventualidad externa que afecta el tipo de cambio nominal y lo haga muy volátil.

El BCCR hace uso de sus Reservas Monetarias Internacionales (RMI) para mantener la estabilidad del tipo de cambio nominal por dos vías: primero, si el tipo de cambio nominal aumenta de forma significativa el Banco Central venderá dólares y disminuirá sus compras de RMI para disminuir la depreciación de la moneda. Segundo, si en cambio el tipo de cambio nominal cae de forma drástica el BCCR va a comprar dólares y disminuirá su venta de dólares al Sector Público no Bancario para evitar una apreciación mayor del tipo de cambio.

Para el 2015 el BCCR acumuló más RMI (gráfico 7). Este hecho se presentó por cuatro razones principalmente: la caída del precio de materias primas y por tanto la menor demanda de divisas para el pago de la factura petrolera, el menor déficit de cuenta corriente, déficit fiscal del gobierno central que disminuyó la demanda de divisas y su deuda pública creciente, y la expectativa del alza de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Primero, el cambio drástico del precio de las materias primas es un claro ejemplo de los shocks externos por los cuales el BCCR debe tener reservas. En el gráfico 7 se puede ver cómo a inicios del 2015 el BCCR aumentó la cantidad de RMI después de la caída del precio de las materias primas ya que los agentes comenzaron a demandar menos divisas para pagar la factura petrolera, obligando al BCCR a comprar divisas para evitar una apreciación del tipo de cambio. Sin embargo, esta mayor cantidad de divisas por parte del BCCR le permitirá intervenir en el eventual aumento de los precios de las materias primas, las cuales presionarán el tipo de cambio al alza. Y cómo se ha mencionado antes, el BCCR no puede permitir una depreciación fuerte del tipo de cambio por lo que tendrá que utilizar sus RMI vendiendo dólares para tratar de evitar una fuerte depreciación.

Gráfico 7
Reservas Monetarias Internacionales



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica. 2016

La segunda razón por la que el BCCR acumuló reservas fue por el menor déficit de cuenta corriente. Como se mencionó anteriormente, la caída del precio de las materias primarias permitió un menor el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual fue financiado por los flujos de ahorro externo de mediano y largo plazo, principalmente por la inversión extranjera directa (IED). Este menor déficit permitió al BCCR acumular activos de reserva por 645 millones de dólares al no tener que financiar el déficit de cuenta corriente por medio de sus RMI. Esta acumulación de reservas hizo que la cantidad de reservas internacionales netas de la entidad alcanzara 14,9% del PIB, relativamente mayor al 14,6% en el 2014. Permitiendo al BCCR incrementar el capital pagado ante el Fondo Latinoamericano de Reservas⁶ (FLAR), de 238,8 millones de dólares a 328,1 millones de dólares, recursos que le permitirán acceder a financiamiento por hasta 2,5 veces el capital que tiene depositado. (BCCR, 2016a). Esto es un seguro que tiene el BCCR en caso que sus reservas monetarias comenzaran a caer drásticamente y necesitara más para intervenir en MONEX con el fin de cumplir con su objetivo de mantener estabilidad monetaria en la economía costarricense.

⁶ El FLAR es una organización financiera regional en la que sus miembros realizan aportes de capital para asistirse en periodos de crisis de balanzas de pagos, operaciones de restructuración de deuda externa o de apoyo a la liquidez. En función de la modalidad, el acceso a financiamiento comprende montos desde una hasta dos veces y media el capital pagado. Esta operación llevó a una reducción en el saldo de las Reservas Monetarias Netas, toda vez que, de acuerdo con las normas internacionales para la compilación de las cuentas externas, los aportes al FLAR son activos externos, pero no activos de reserva. (BCCR, 2016a)

La tercera razón de la acumulación de reservas por parte del BCCR está relacionada con el déficit fiscal presente en el Gobierno Central. El alto déficit fiscal provoca una mayor deuda del sector público lo cual está generando que distintas evaluadoras de riesgo internacionales disminuyan la calificación de riesgo que tiene el país debido al riesgo de no pago que se puede llegar a presentar. Entre menor sea la calificación de riesgo más riesgoso es para los inversionistas invertir en el país y, por tanto, exigirán una mayor tasa de interés a cambio. A finales de febrero de este año la agencia Standard & Poor's (S&P) rebajó la calificación de riesgo soberana de Costa Rica desde BB a BB-. Si las tasas de interés cambian de acuerdo a una demanda de tasa de interés mayor, Costa Rica podría presentar una entrada de capital financiero que impulsaría a una apreciación fuerte del tipo de cambio, situación que el BCCR no debería permitir.

Además, el aumento de la deuda pública genera presiones sobre la Balanza de Pagos al disminuir la Cuenta de Capital y Financiera (tabla 3) debido al aumento de pagos que debe hacer el gobierno en el exterior para pagar la deuda y los intereses que esta genera. El BCCR estima una caída de la subcuenta de Sector Público 1.654 millones de dólares en el 2015 a 906 millones de dólares para el 2017, en otras palabras, una reducción del 45,22% debido al aumento que se proyecta que tenga la deuda pública en estos años. Esto provocaría una caída en la Cuenta de Capital y Financiera. Es importante recordar que la Cuenta de Capital y Financiera es la responsable de financiar en los últimos años el déficit de la Cuenta Comercial, principalmente por la IED, por lo que una reducción de esta cuenta implicaría una inestabilidad de la Balanza de Pagos que va a tener que ser cubierta por el BCCR usando sus RMI.

La última razón va ligada al nivel de tasas de interés de la FED. En el momento que la tasa de referencia de la FED llegué a aumentar lo suficiente y hacerse competir con las tasas de interés nacionales se va a presentar una salida de capitales que apreciaría el tipo de cambio y como se ha mencionado anteriormente, una apreciación fuerte del tipo de cambio nominal aumentaría la pérdida de competitividad a nivel país y afectaría de forma importante la balanza comercial a causa de una posible disminución de las exportaciones y un aumento de las importaciones.

Tabla 3
Balanza de Pagos*

Millones de dólares y porcentaje del PIB.			
	2015	2016	2017
Cuenta Corriente	-2.127	-2.227	-2.433
Bienes	-6.89	-6.719	-7.480
Exportaciones FOB	9.514	10.268	11.220
Importaciones CIF	15.703	16.987	18.699
Hidrocarburos	1.231	1.22	1.342
Servicios	5.41	5.992	6.564
Viajes	2.635	2.893	3.162
Rentas y transferencias	-1.348	-1.550	-1.517
Cuenta de Capital y Financiera	2.773	3.016	2.814
Sector público	1.654	1.484	906
Sector privado	1.118	1.532	1.908
Inversión Extranjera Directa	2.2	2.350	2.400
Activos de Reserva	-645	-738	-381
(- aumento, + disminución)			
Relación respecto al PIB (%)			
Cuenta Corriente	-4	-4.1	-4.1
Cuenta Comercial	-11.8	-12.1	-12.7
Balanza de Servicios	10.3	10.8	11.1
Balance de Renta	-3.2	-3.2	-3.2
Cuenta Capital y Financiera	5.3	5.3	4.8
Inversión Extranjera Directa	4.2	4.2	4.1
Saldo RIN	14.9	14.9	15.2

Fuente: BCCR, 2016a.
*Datos estimados para 2015-2017

En conclusión, el problema de la Trinidad Imposible con el régimen de flotación administrada fue resuelta en teoría, pero al percibirse el tipo de cambio como rígido la imposibilidad presente en la Trinidad Imposible persiste, sin embargo, no se ha hecho presente por el contexto internacional que favoreció la economía nacional el año pasado. No obstante, el contexto internacional fue responsable de gran parte de la estabilidad cambiaria. Por este contexto propicio que puede cambiar en cualquier momento y por el deterioro de las finanzas públicas el BCCR está acumulando reservas las cuales podría usar en caso de que el tipo de cambio nominal presente una presión al alza o a la baja.

Para terminar esta sección del mercado cambiario se va a mencionar el comportamiento del tipo de cambio real en la economía costarricense y los efectos que tuvo ante los distintos shocks del 2015.

Tipo de cambio real

Continuando con el estudio del mercado cambiario costarricense durante el 2015 y la importancia que tiene este mercado sobre la competitividad del país a nivel internacional se analizará el comportamiento del tipo de cambio real (TCR). La importancia de analizar el TCR surge al ser esta la variable la utilizada para estimar los cambios en la competitividad de los países antes variaciones en el tipo de cambio nominal (TCN) eliminando las diferencias presentes en los precios de las diferentes economías.

El tipo de cambio real se define como los tipos de cambios nominales ajustados por la diferencia internacional en los niveles agregados de precios. En el caso de Costa Rica el tipo de cambio real de colones por dólar está dado por la fórmula $TCR = TCN * \left(\frac{\text{Precios E.E.U.U.}}{\text{Precios Costa Rica}}\right)$. Este concepto permite conocer el efecto que tiene una depreciación o apreciación en el tipo de cambio nominal eliminando la diferencia en los precios, es decir, se logra obtener el efecto puro de variaciones del tipo de cambio en la competitividad. Por ejemplo, si el colón se deprecia un 50% pero los precios costarricenses aumentaron un 50%, el tipo de cambio real se va a mantener igual, dado que el efecto neto es cero. El TCR es importante porque la cuenta corriente responde solo a las variaciones de los tipos de cambios reales, no a las variaciones de los tipos de cambios nominales. Esto porque los productos de un país se reducen para los extranjeros solo cuando la moneda local se deprecia en términos reales, y sus precios suben para los extranjeros cuando la moneda se aprecia de forma real. Debido a esto es que el tipo de cambio real es el utilizado para analizar la competitividad de un país respecto a los demás (Krugman & Wells, 2015).

Existen muchos factores que pueden afectar el TCR (recuadro 3). En el 2015, el cambio más relevante del TCR en Costa Rica fue producto de la caída del precio internacional de las materias primas, en especial la caída del precio del petróleo y sus derivados. Sin embargo, existe un problema con el TCR, su cálculo es muy difícil y casi imposible de lograr, por eso es que se utiliza el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real, el cual presenta valores muy próximos al TCR y es mucho más simple de calcular.

Recuadro 3

Alteraciones sobre tipo de cambio real

El BCCR menciona el efecto que tienen variables sobre el tipo de cambio real (TCR) y por ende sobre el poder adquisitivo de los costarricenses al adquirir bienes extranjeros:

- i) **Términos de intercambio:** una mejora en los términos de intercambio significa que la economía recibe más dólares al exportar o paga menos dólares al importar. Esto crea un exceso de oferta de dólares, que tiende a reducir el tipo de cambio nominal (TCN) y, por lo tanto, también baja el TCR por el aumento del poder adquisitivo de la moneda nacional para comprar en los mercados internacionales.
- ii) **Productividad:** si un país mejora su productividad implica que le cuesta menos producir bienes y servicios y por lo tanto puede vender más al mismo precio. Esta mejora se traslada al TCN de manera similar a una mejora en los términos de intercambio, apreciando la moneda nacional y, en consecuencia, apreciando el TCR.
- iii) **Gasto del Gobierno:** una alta proporción del gasto del gobierno es en bienes y servicios no transables como salarios, provisión de servicios públicos e infraestructura. Un aumento del gasto del gobierno en estos bienes y servicios provocaría un aumento de la inflación. Al aumentar los precios nacionales respecto a los precios de los principales socios comerciales se reduce el TCR. Otra manifestación de la presión fiscal sobre el tipo de cambio real, observada en Costa Rica, es que, si el Gobierno recurre al financiamiento externo para financiar su déficit, el ingreso de divisas incrementa la oferta de dólares, generando una apreciación del TCN y por tanto del TCR también. Estos efectos tienden a ser contrarrestados por el incremento en el saldo de deuda externa, que provoca que cada vez se requiera mayor cantidad de divisas para atender el servicio de la deuda. El crecimiento de la deuda puede incrementar el riesgo país y puede disminuir la entrada de capitales.
- iv) **Diferencia entre las tasas de interés reales locales y externas:** La diferencia entre tasas de interés determina el flujo de capitales entre países, las mayores tasas atraen más capital. Cuanto mayor sea la tasa de interés interna con respecto a la externa, más atractivo será para los agentes traer capitales para realizar inversiones financieras en el país y, por lo tanto, se incrementa la oferta de dólares interna, produciendo una apreciación nominal y real de la moneda nacional.

Para Costa Rica estas dos variables, el gasto del Gobierno y la diferencia entre las tasas de interés reales internas y externas presentan el mayor efecto sobre la apreciación real del colón a partir del 2007.

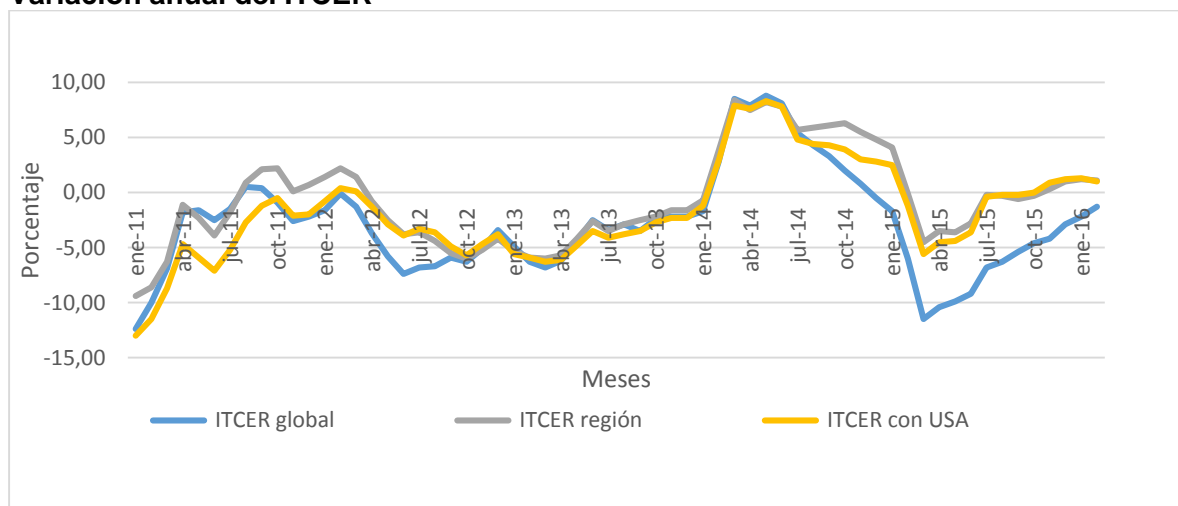
Fuente: BCCR, 2015.

El Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) es un indicador de los precios relativos que se aproxima al valor del TCR. El ITCER refleja la depreciación real de la moneda que resulta de ajustar el tipo de cambio nominal del dólar por los diferenciales inflacionarios entre Costa Rica y el resto del mundo y por las variaciones de las monedas de sus principales socios comerciales con respecto al dólar estadounidense. (CEFSA, 2016). El ITCER puede ser expresado como el tipo de cambio nominal en términos de la moneda local (unidades de la moneda local por unidad de moneda extranjera). En éste caso, si hay un incremento del ITCER es porque se ha dado una depreciación real en el valor del colón en relación con las monedas de los socios

comerciales. Si el ITCER disminuye significa una apreciación real del colón respecto a sus socios (Consejo Monetario Centroamericano, 2002).

Con datos del Consejo Monetario Centroamericano se obtuvo el gráfico 8 donde se observa la fuerte apreciación del ITCER en Costa Rica a inicios del 2015, la cual se explica por la caída de los precios de las materias primas a nivel mundial. Para finales del 2015 e inicios del 2016 el ITCER se mantuvo estable, es decir, su variación fue cercana a 0. Esta poca variación no compensó la fuerte apreciación al inicio del año y por tanto no se redujo el encarecimiento que experimentó el sector exportador a causa de la apreciación del ITCER. Es importante notar que el país no ha tenido una devaluación importante desde inicios del 2014 y dada la flotación administrada del mercado cambiario es probable que no suceda una en los próximos meses. Esta apreciación del colón respecto a los socios comerciales del país refleja un encarecimiento del país respecto a los demás países (Mata, 2015). También, al mantener un tipo de cambio nominal estable se pierde competitividad del sector exportador respecto a los demás países de la región que están devaluando su moneda de manera significativa (tabla 3).

Gráfico 8
Variación anual del ITCER



Fuente: Elaboración propia con datos del Consejo Monetario Centroamericano y el Banco Central de Costa Rica. 2016

En este apartado se analizó el comportamiento que tuvo el tipo de cambio nominal durante el 2015. La estabilidad que presentó este macroprecio fue debido al menor déficit de cuenta corriente y la mayor cantidad de divisas en el mercado cambiario. Estos efectos, aunque lograron mantener estabilidad en el tipo de cambio no son permanentes sino más bien pasajeros, por lo que en los próximos meses el comportamiento del mercado cambiario puede cambiar. Previniendo los shocks externos e internos que se pueden llegar a presentar en el futuro el BCCR ha estado

acumulando reservas, las cuales le servirán para intervenir en el mercado cambiario de ser necesario, siempre y cuando no se afecte el tipo de cambio de mediano plazo.

Al haber analizado el comportamiento de los precios y el tipo de cambio, es importante seguir el estudio del sistema monetario con el análisis del Sistema Financiero Nacional y las implicaciones que tiene la estabilidad cambiaria y el contexto internacional sobre las diferentes variables presentes en dicho sistema.

Sistema Financiero Nacional

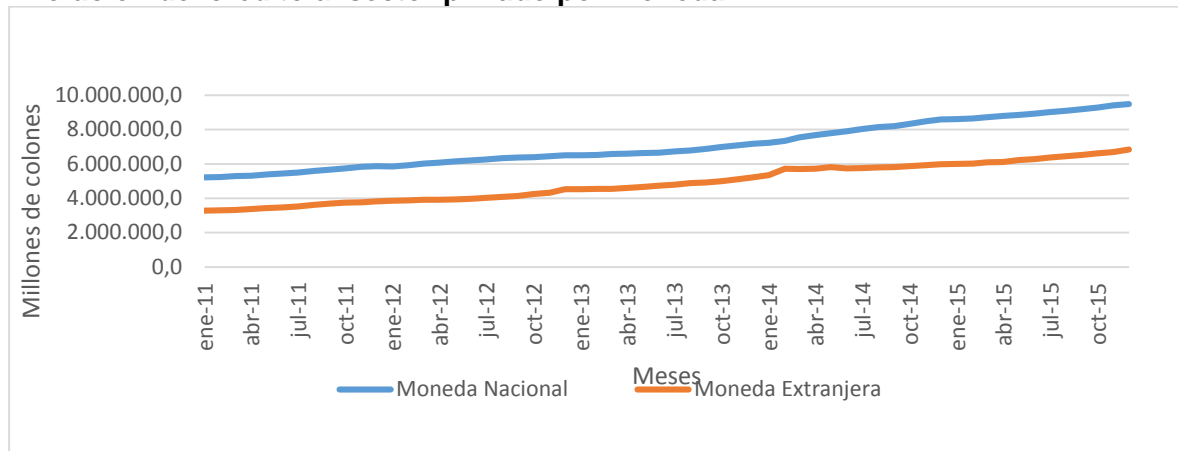
En este apartado se explicará el comportamiento de las tasas de interés sobre la economía nacional, en específico sobre el crédito del sector privado, y el efecto del aumento de la deuda pública sobre las tasas de interés. También se mencionará las implicaciones de la estabilidad del tipo de cambio sobre la dolarización que se presenta en el Sistema Financiero Nacional (SFN). Por último, se explicará las medidas que ha tomado el BCCR para estabilizar el SFN por medio de su principal herramienta, la Tasa de Política Monetaria (TPM) y los problemas presentes en dicha tasa.

Evolución del crédito durante el 2015

Para una economía pequeña y muy ligada al dólar como es la costarricense es necesario analizar la evolución del crédito del sector privado según la moneda en el que se demanda. Esto debido a que, en un país como Costa Rica, donde el tipo de cambio puede variar de forma significativa, el crédito en moneda extranjera va a estar ligado a la estabilidad cambiaria y si este crédito representa una gran parte del SFN, una volatilidad alta del tipo de cambio podría alterar de manera importante la estabilidad financiera del país.

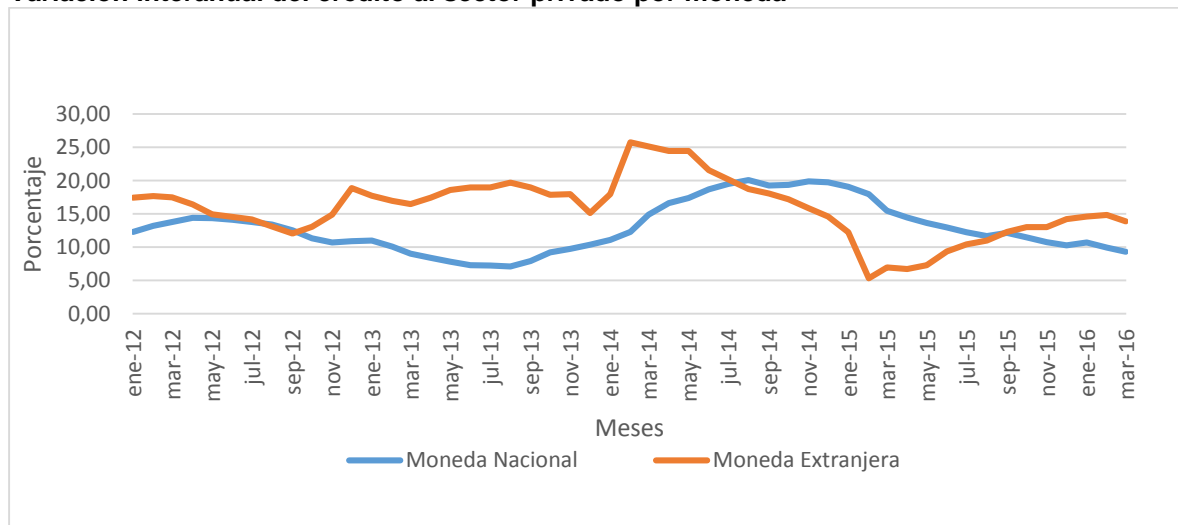
En el 2015 la economía costarricense mantuvo un nivel mayor de créditos en moneda nacional que en moneda extranjera acorde a un comportamiento de los últimos años de este mercado (gráfico 9). Para diciembre del 2015 el total de créditos en moneda nacional fue de 9.481.871,8 millones de colones mientras que el total en moneda extranjera fue 6.836.315,3 millones de colones. Sin embargo, el grado de dolarización del crédito aumentó. La variación interanual del crédito en diciembre fue mayor en moneda extranjera, 14,19%, contra el 10,27% que presentó el crédito en moneda nacional (gráfico 10). Hay dos razones principales por las cuales se explica esta preferencia por el crédito en dólares: estabilidad cambiaria y diferencia entre las tasas de interés activa en colones y en dólares. Estos dos factores se explicarán a continuación.

Gráfico 9
Evolución del crédito al sector privado por moneda



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica. 2016

Gráfico 10
Variación interanual del crédito al sector privado por moneda

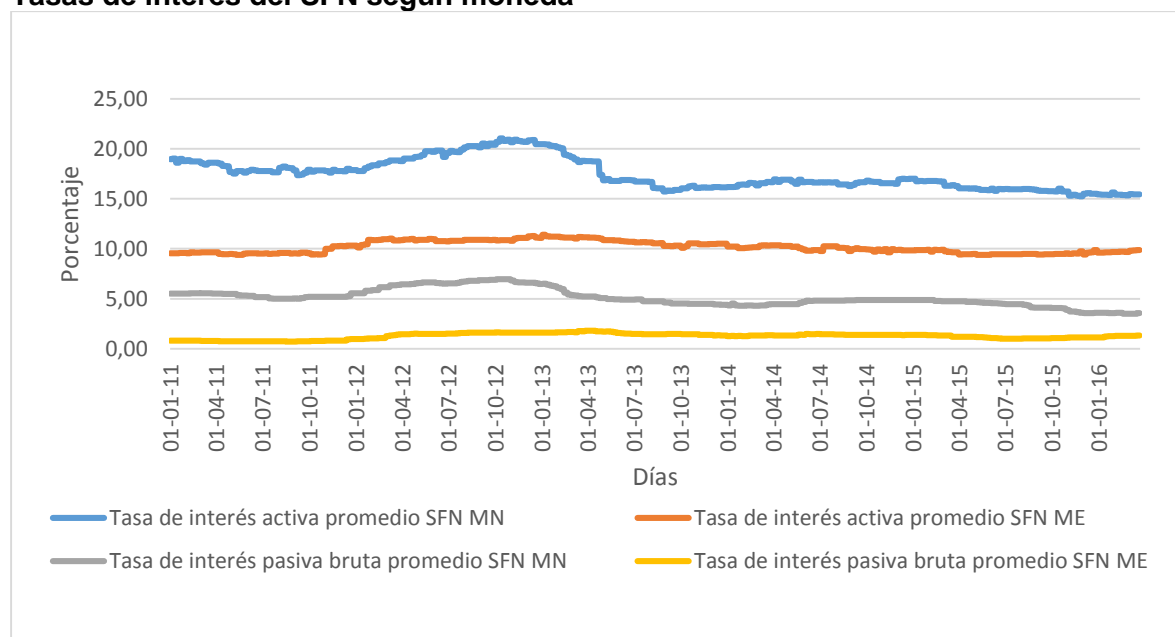


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica. 2016

Primero, como se ha explicado anteriormente, el país presentó una estabilidad cambiaria en el tipo de cambio nominal durante todo el año. Esta estabilidad aunada a la oficialización del nuevo régimen cambiario podría reflejar una intención del BCCR de seguir manteniendo el tipo de cambio estable durante más tiempo. La consecuencia de esto es la percepción de estabilidad en el mercado cambiario por parte de los demandantes de crédito, que creen que el tipo de cambio nominal no va a presentar una fuerte depreciación en el futuro y por tanto no interiorizan que el tipo de cambio es flexible y puede cambiar, lo cual provocaría que dichos demandantes lleguen a pagar más por sus créditos.

Esta estabilidad cambiaria no explica el mayor grado de dolarización del SFN si no se toma en cuenta la diferencia que existe entre las tasas de interés activas en moneda nacional y en moneda extranjera. El gráfico 11 presenta el comportamiento que han tenido las tasas pasivas y activas, en moneda nacional y en moneda extranjera en los últimos años. Para el 2015 la tasa activa promedio en colones fue de 16,02%, mucho mayor al 9,52% de la tasa activa promedio en moneda extranjera en el mismo año. Situación que se mantiene con la tasa de interés pasiva donde la tasa pasiva promedio en moneda nacional fue 4,53% y en moneda extranjera fue de 1,14%, brecha mucho menor en comparación con las tasas activas.

Gráfico 11
Tasas de interés del SFN según moneda



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica (2016).

Estas dos razones favorecen a que las personas y las empresas decidan endeudarse en dólares porque primero, van a pagar una tasa de interés mucho menor y segundo, porque creen que el BCCR no va a permitir una depreciación fuerte del colón. También el hecho que las tasas de interés real hayan aumentado debido a la inflación negativa según la ecuación de Fisher⁷ resulta en un incentivo para los intermediarios financieros de no disminuir las tasas de interés, tanto en colones como en dólares.

Que una economía como la costarricense aumente su grado de dolarización del crédito limita la efectividad en la política monetaria e introduce riesgos para la estabilidad del sistema financiero a causa de posibles choques externos que modifiquen el tipo de cambio nominal, reduciendo por tanto la capacidad de pago de los agentes con créditos en dólares. Aunado a esto existe la diferencia entre las tasas de interés en dólares y en colones. El BCCR no es capaz de disminuir las tasas en dólares tan

⁷ La ecuación de Fisher define la tasa de interés real como a la diferencia entre la tasa de interés nominal y la inflación. Al ser la inflación negativa la tasa de interés real aumenta a nivel nacional.

fácilmente ya que estas se basan en el contexto internacional, pero sí puede acomodar al SFN para hacer más atractiva la tasa de interés activa en colones. Esta disminución lo hace vía la Tasa de Política Monetaria (TPM).

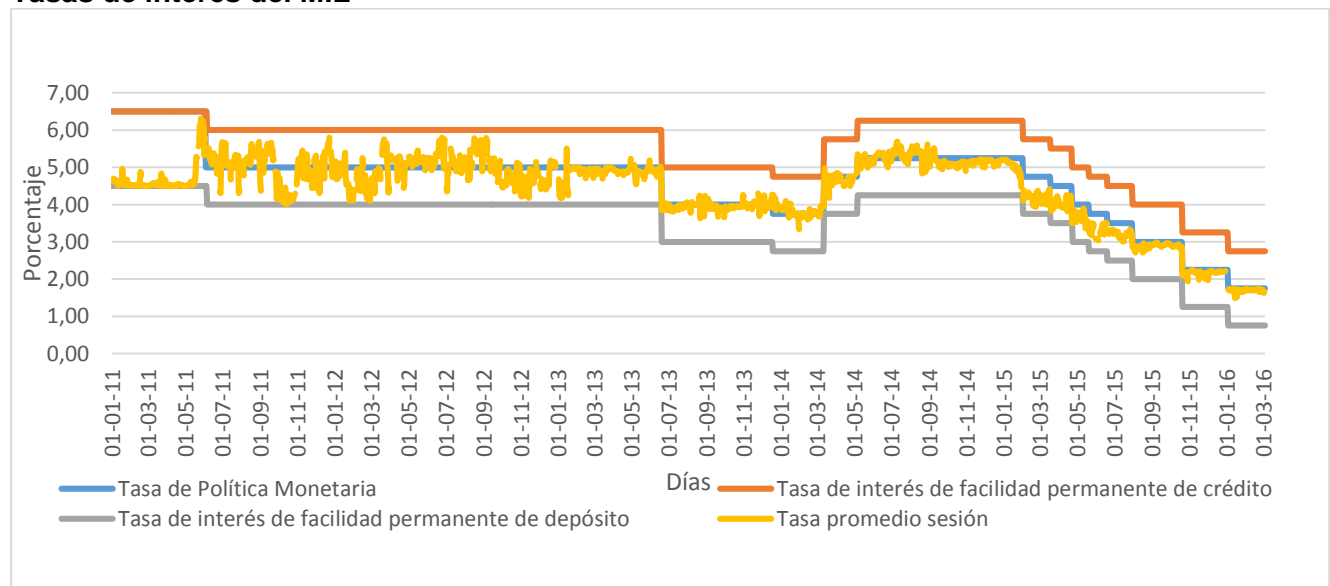
En la siguiente sección se va a explicar el comportamiento que ha tenido el instrumento más importante que tiene el BCCR para definir las tasas de interés en el SFN, la Tasa de Política Monetaria, durante el 2015.

Tasa de Política Monetaria

La Tasa de política Monetaria (TPM) se define como la tasa de interés que cobra el BCCR en sus operaciones activas (préstamos) a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL). En el 2015 el BCCR (2016a) disminuyó en ocho ocasiones la TPM hasta acumular una reducción de 350 puntos base (p.b.) (gráfico 12). Existen varias razones por las que el BCCR puede haber hecho esta disminución: la brecha entre las tasas en colones y dólares a nivel nacional, la presión de la deuda pública sobre la calificación riesgo del país y la expectativa del alza en la tasa de la FED.

La primera razón y la principal por la que el BCCR disminuyó la TPM es, como se explicó en la sección anterior, la existencia de brechas entre las tasas de interés en colones y en dólares, principalmente en las primeras. La disminución de la TPM por parte del BCCR puede deberse al deseo de la entidad bajar las tasas en colones del SFN y disminuir las brechas. Más adelante se va a mencionar que esta acción del BCCR presentó problemas al no transmitirse a las demás tasas del SFN de forma rápida y completa.

Gráfico 12
Tasas de interés del MIL



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica (2016).

La segunda posible explicación de la disminución de la TPM puede ser la una presión sobre las tasas de interés ante la caída en la calificación de riesgo del país. Como se mencionó anteriormente, la agencia Standard & Poor's (S&P) bajó la calificación de riesgo soberana de Costa Rica desde BB a BB-, del mismo modo que la agencia Moody's lo hizo el 17 de setiembre del 2014. Esta disminución de la calificación de riesgo es reflejo del continuo deterioro fiscal que se ha traducido en un creciente nivel de deuda y en cada vez mayores pagos de intereses por parte del Gobierno Central. La implicación de estas rebajas en la calificación de riesgo del país es que los inversionistas internacionales van a demandar una mayor compensación por sus inversiones, es decir, van a solicitar una mayor tasa de interés, entre mayor sea el riesgo presente en el país. El BCCR podría estar buscando disminuir las tasas nacionales para que el aumento de las tasas producto de la calificación país no sea tan fuerte y no se presente una fuerte entrada de capitales que aprecien el tipo de cambio nominal. O en el caso que las tasas de interés no sean lo suficientemente altas para los inversionistas la salida de capital no provoque una fuerte depreciación sobre el tipo de cambio nominal.

El último elemento que pudo haber afectado las tasas de interés fue el aumento de la tasa de referencia de la FED. El aumento se dio hasta finales del 2015 donde la FED aumentó su tasa de interés de referencia en 0,25%, para ubicarse entre el 0,25% y 0,5% anual. Este aumento tardío, pequeño y previsto por los agentes no generó presiones al alza sobre las tasas de interés a nivel nacional ni internacional (Ramos, 2015). Esto ayudó a que el BCCR pudiera disminuir su TPM a lo largo del 2015 ya que no hubo presión de aumento de las tasas nacionales por lo que al disminuir la TPM no se provocaría un choque de efectos sobre las tasas del SFN, una presión al alza por el contexto internacional y una presión a la baja por la TPM, permitiendo un mejor resultado si el BCCR buscada los dos factores anteriores. Sin embargo, no se debe olvidar que una vez que la FED empiece a aumentar su tasa de interés de forma que sí afecte los mercados internacionales se podría generar una salida de capitales de Costa Rica a economías desarrolladas con mejores calificaciones de riesgo, es decir más seguras, que ofrecerán tasas de interés no tan diferentes a las nacionales. Esta salida de capitales generará una fuerte depreciación en el país que podría comprometer a los deudores en moneda extranjera. Si esta situación se llega a presentar, el BCCR tendrá que vender divisas y aumentar la cantidad de dólares en el mercado para tratar de paliar el aumento de dichas tasas o la menor cantidad de divisas en el mercado. Sin embargo, las RMI del BCCR son finitas por lo que no podrá disminuir las tasas de interés por siempre.

En conclusión, el BCCR por medio de la TPM ha buscado disminuir las tasas de interés del SFN principalmente para tratar de disminuir las tasas de interés en colones y que sean más acorde a tasas en moneda extranjera y con eso lograr disminuir un poco la dolarización del crédito en el SFN. Sin embargo, dicha disminución no ha sido muy efectiva debido a problemas de transmisión presentes con la TPM y el SFN. En la

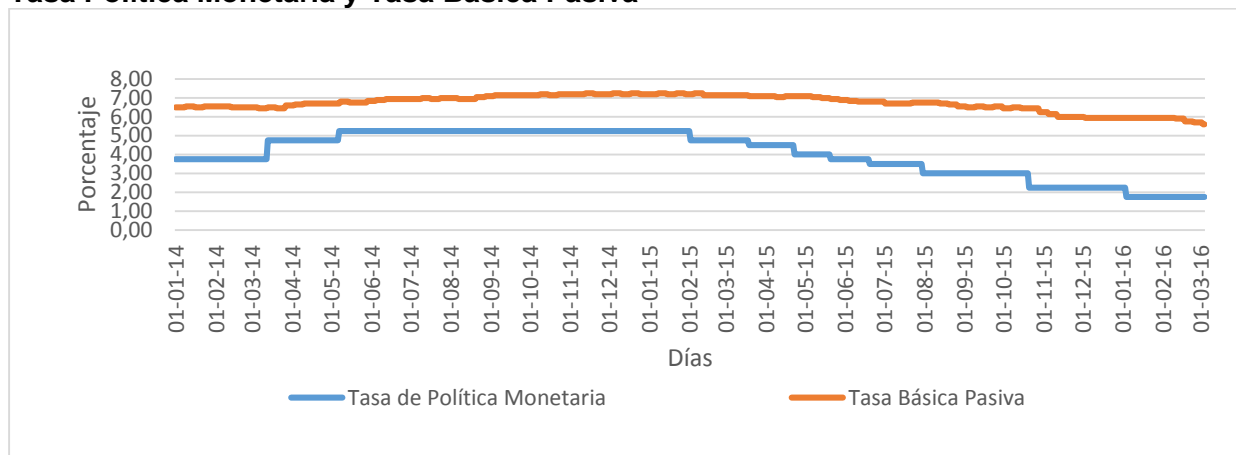
siguiente sección se mencionarán características del SFN costarricense que disminuyen la transmisión de la TPM al resto de las tasas del sistema financiero.

Limitaciones de la política monetaria en el SFN

Como se mencionó anteriormente, para el 2015 la TPM presentó una disminución de 350p.b. Existe un problema y es que esta disminución no se ve reflejada de forma inmediata en las demás tasas de interés del país. Esto pone en pie un problema de efectividad presente en la TPM. Las razones de este problema son: la existencia de un rezago en la transmisión de la TPM a las demás tasas del SFN, la ineficiencia del SFN a causa de los altos costos de la banca estatal, la deuda del Gobierno Central y la dolarización presente en la economía nacional.

Primero, la existencia del rezago de la TPM no es un problema nuevo en el mercado monetario. Según el estudio de Barquero y Mora (2014), la transmisión de la TPM hacia las otras tasas del sistema financiero toma un tiempo en reflejarse. La razón por la cual se podría presentar este retraso y que permitiría hacer un estudio más a fondo es el grado en que los intermediarios del SFN acuden al Mercado Integrado de Liquidez (MIL) para realizar sus operaciones de liquidez, si esta participación no es alta, es de esperar que la TPM no tenga un efecto inmediato sobre los intermediarios financieros. Dentro del régimen de banda cambiaria los autores establecen que la velocidad de ajuste ha estado entre los 5 y 11 meses (Barquero & Mora, 2015). Para el año pasado, 2015, con la oficialización del nuevo régimen de flotación administrada parece que no existe un aceleramiento en el traspaso de la TPM a las demás tasas del sistema financiero ya que para el final del año las tasas no habían cambiado ni el 50% de lo que disminuyó la TPM. El gráfico 13 muestra como a inicios del 2015 la TPM se redujo en ocho ocasiones, pero no fue hasta finales de ese año que la TBP comenzó a disminuir también y logró una reducción de 125pb. y la tasa activa promedio calculada con información de los intermediarios disminuyó 148 p.b. Únicamente la tasa de interés en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) bajó rápidamente y en similar magnitud a la. Todo esto demuestra que en el momento que el BCCR publicó su programa macroeconómico la Tasa Básica Pasiva y la tasa activa promedio no habían disminuido ni la mitad de lo que disminuyó la TPM (gráfico 13).

Gráfico 13.
Tasa Política Monetaria y Tasa Básica Pasiva



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Costa Rica (2016).

El segundo aspecto son los altos costos operativos presentes en el SFN. Al presentar altos gastos los intermediarios financieros van a tratar de mantener un nivel alto de tasa de intermediación financiera (diferencia entre tasa activa y pasiva) y mantener sus ingresos. Como se mencionó antes, los intermediarios financieros se endeudaron en los mercados internacionales, esto prueba que prefieren buscar recursos en el exterior antes que, en el MIL, razón por la que no responden tan rápidamente a la TPM.

El tercer aspecto importante que limita la acción de la política monetaria del BCCR es el déficit fiscal presentado por el gobierno central y su creciente deuda pública. El BCCR (2016a) menciona que la deuda del Gobierno Central alcanzó 44% del PIB en el 2015, mayor al 39,3% en diciembre del 2014. Ramos (2015) menciona que si en los siguientes años no se realiza una reforma en el área de ingresos para el sector público la deuda pública superará el 60% del PIB en el 2019. Además, como se ha mencionado antes, el aumento de la deuda pública genera presión al alza de las tasas de interés por el aumento de la prima por riesgo del país. Esta creciente deuda provoca que se deba realizar un mayor pago a nivel internacional por lo que se demanda más dólares. Esto aunado al cuarto factor, la dolarización del crédito del sector privado, genera una menor respuesta de los agentes a las tasas de interés en colones y, por tanto, menor respuesta a la TPM.

Para finalizar se puede concluir que la estabilidad del SFN depende de dos sucesos principalmente: la estabilidad cambiaria y el manejo de la deuda pública. Si el tipo de cambio sufre fuertes depreciaciones, el crédito del sector privado, el cual mantiene un alto grado de dolarización, podría incrementar el no pago de la deuda privada y afectar a todo el SFN. Por otro lado, la continuidad de la creciente deuda pública genera presiones al alza de las tasas de interés y dado el problema de transmisión de la TPM el BCCR tendrá que buscar nuevas formas para asegurar la estabilidad del SFN mientras se materializan las modificaciones de la TPM.

Conclusiones

El 2015 presentó un comportamiento de los macroprecios acorde a la tendencia que venían presentando en los últimos en algunos casos y en otros casos muy diferente. Sin embargo, sí se puede concluir que dicho comportamiento se debió en su gran mayoría a condiciones favorables en el contexto internacional.

Por un lado, se presentó una inflación negativa producto de la caída de los precios de las materias primas y la estabilidad cambiaria. El BCCR aclara que esta inflación no fue producto de políticas monetarias restrictivas, situación que tampoco se debió a un efecto traspaso del tipo de cambio debido a la estabilidad de esta variable durante el 2015. Aunque la variación interanual del IPC se espera que continúe por los próximos meses otros bienes y servicios siguen presentando un aumento en sus precios, como los bienes pertenecientes a los grupos de “Salud” y “Educación”, los cuales pueden ser más sensibles para los consumidores. Este continuo aumento de precios que se ha presentado desde el 2013, aunado a la estabilidad cambiaria vuelve al país más caro y menos competitivo como lo explica Mata (2015).

Respecto al mercado cambiario se presentaron las causas de la estabilidad del tipo de cambio nominal a lo largo del 2015: el menor déficit de cuenta corriente y la mayor cantidad de divisas en el mercado cambiario. También se tuvo la oficialización del régimen de flotación administrada, que se venía trabajando de facto desde el 2013 por lo que su oficialización no generó alteraciones en los agentes ni en el mercado. Sin embargo, el tipo de cambio real no presentó el mismo comportamiento, más bien hubo una apreciación fuerte producto de la caída del precio del petróleo y sus derivados. Lo cual unido a la devaluación de los otros países de la región aumenta la pérdida de competitividad que el país viene presentando. Por último, el aumento en la cantidad de divisas en MONEX que generó la menor factura petrolera provocó una acumulación de RMI por parte del BCCR. Esta acumulación le permitirá intervenir ante la eventual alza de los precios de las materias primas, lo cual presionaría a una depreciación del tipo de cambio nominal.

Para finalizar, el análisis del Sistema Financiero Nacional reflejó un grave problema de dolarización presente en el país. Donde la menor tasa de interés activa en dólares respecto a la de colones y la estabilidad del tipo de cambio nacional son los causantes principales de la dolarización del crédito del sector privado. Este problema además de generar una gran vulnerabilidad en el sistema financiero ante choques externos sobre el tipo de cambio, también es una de las causas del problema de transmisión presente en la principal herramienta del BCCR, la Tasa de Política Monetaria. Esto causa que el SFN deje de responder a las tasas de interés en moneda nacional y se concentran más en las tasas de interés en moneda extranjera, tasas que el BCCR no puede influenciar tan fácilmente en las tasas de interés del SFN.

Todo este análisis de la situación monetaria del país para el 2015 permite reflexionar sobre la vulnerabilidad persistente que existe a nivel monetario y también sobre la capacidad y prioridades que tiene el BCCR ante choques externos. Por un lado, se sabe que el BCCR busca mantener una inflación baja y estable, pero debido al problema del efecto traspaso del tipo de cambio, y de la dolarización del SFN el BCCR no puede permitir una depreciación fuerte del tipo de cambio ya que comprometería la meta de inflación y aumentaría el gasto de los agentes que tienen crédito en dólares, lo cual aumentaría la probabilidad de no pago de estos agentes y, por tanto, afectaría la estabilidad de todo el SFN. También el alto grado de endeudamiento público presiona al alza las tasas de interés, lo cual podría generar inestabilidad en el sistema financiero y la forma del BCCR de disminuir las tasas es por medio de su TPM, la cual presenta un rezago en su transmisión a las demás tasas del SFN, transmisión que se ve afectada también por la dolarización creciente del SFN y los altos niveles de deuda pública. De los problemas presentes en el SFN se pueden plantear algunas interrogantes: primero, ¿por qué si uno de los mayores problemas de la dolarización del SFN es la brecha entre las tasas en colones y dólares, el BCCR no ha tomado medidas para disminuir la tasa de interés en colones y acortar esta brecha presente desde el 2011? Segundo, si el problema de transmisión de la TPM continúa, ¿qué acciones tomará el BCCR para mejorar sus intervenciones en las tasas de interés nacionales?

Por último, se debe recordar que todas estas variables presentaron una relativa estabilidad por el favorable contexto internacional del 2015: la caída del precio del petróleo y el aumento pequeño y esperado de las tasas de la FED. En el momento en que el contexto internacional cambie se van a presentar fuertes variaciones en la mayoría, sino en todas, los macroprecios.

Referencias

Álvarez Corrales, Cristian & León Murillo, Jorge. 2012. *Inflación de socios comerciales como referencia para la meta de inflación en Costa Rica*. Banco Central de Costa Rica.

Araya, Isabel Cristina. 2011. *Nota Técnica 2: Contabilidad Nacional*. Escuela de Economía, Universidad de Costa Rica.

Banco Central de Costa Rica. 2016. *Programa Macroeconómico 2016-2017*. Banco Central de Costa Rica.

Banco Central de Costa Rica. 2016. *Informe Mensual de Coyuntura Económica. Enero 2016*. San José, Costa Rica.

Banco Central de Costa Rica. 2015. *Revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016*. Banco Central de Costa Rica.

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

Castro, Isaac. 2013. *Principales resultados y limitaciones de la política monetaria y cambiaria en el 2012*. Ponencia preparada para el Decimonoveno Informe Estado de la Nación 2012.

Castro, Isaac. 2014. *Política monetaria*. Ponencia preparada para el Vigésimo Informe Estado de la Nación 2013. Programa Estado de la Nación.

Consejo Económicos y Financieros. S.A. *Glosario*. Recuperado de <http://www.cefsa.cr/glosario.cfm> el 13 de abril de 2016.

Consejo Monetario Centroamericano. 2002. *Revisión y actualización de la metodología de cálculo del ITCER*. Consejo Monetario Centroamericano.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. 2015. *Índice de Precios al Consumidor. Base junio 2015. Metodología (Versión preliminar)*. Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

Krugman, Paul & Wells, Robin. 2015. *Fundamentos de Economía*. Editorial Reverté, S.A.

Lankester Campos, Valerie. 2015. *Análisis de la política monetaria del 2014*. 2015. Ponencia preparada para el Vigésimoprimer informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2014. Programa Estado de la Nación.

León Murillo, Jorge, Laverde Molina, Bernal & Durán Víquez, Rodolfo. 2002. *Pass Through del tipo de cambio en los precios de bienes transables y no transables en Costa Rica*. Banco Central de Costa Rica.

Lizano, Eduardo & López, Grettel. 2006 *Régimen cambiario en Costa Rica*. Academia de Costa Rica, San José.

Mata, Catherine. 2015. *Análisis del costo de vida y disparadores de costos de producción en Costa Rica*. Ponencia preparada para el Vigésimoprimer informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2014. Programa Estado de la Nación.

Orane Hutchinson, Angelo. 2015. *Estimación del traspaso del tipo de cambio hacia distintos componentes del Índice de Precios al Consumidor*. Banco Central de Costa Rica.

Programa Estado de la Nación. 2015. *Capítulo 3: Oportunidades, estabilidad y solvencia económica*. Vigésimoprimer Informe del Estado en Desarrollo Humano Sostenible 2014. Programa Estado de la Nación.

Ramos Chaves, Álvaro. 2015. *Análisis de las finanzas públicas en Costa Rica ¿Quién dijo que era fácil? Reflexiones sobre la situación fiscal de Costa Rica*. Ponencia preparada para el Vigésimoprimer informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2014. Programa Estado de la Nación.

Villamichel Morales, Pablo. 2013. *Tasas de Interés Variables y la Transición a un Sistema de Metas de Inflación*. Ponencia preparada para el Decimonoveno informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2012. Programa Estado de la Nación.

Villamichel Morales, Pablo. 2010. *Sostenibilidad del nivel de inflación del 2009 y desafíos de la política monetaria en los próximos años*. Ponencia preparada para el Decimonoveno informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2009. Programa Estado de la Nación.