

INFORME ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO HUMANO SOSTENIBLE 2018

Situación Monetaria en Costa Rica (2017)

Investigador:
Stefan Krause
Ulacit

Nota: Las cifras de las ponencias pueden no coincidir con las consignadas por el Informe Estado de la Nación 2018 en el tema respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Índice

I. Introducción	2
II. Seguimiento de la inflación, las tasas de interés y el tipo de cambio	3
1. Indicadores del comportamiento en los precios	3
2. Política monetaria, tasas de interés de mercado y préstamos	10
Recuadro 1	13
Medidas adoptadas por el Banco Central de Costa Rica para fomentar el ahorro en colones	13
3. Política cambiaria y reservas monetarias internacionales	19
4. Panorama para la política monetaria y cambiaria a partir del 2018	27
III. Observaciones Finales	28
1. Perspectivas internacionales	28
2. Perspectivas domésticas	29
IV. Bibliografía	31

I. Introducción

El presente estudio analiza el desempeño de la política monetaria y cambiaria en Costa Rica durante los últimos años, con particular énfasis en los acontecimientos en el 2017 y el primer trimestre del 2018.

En términos generales, Costa Rica muestra una estabilidad monetaria, la cual en parte motivó el anuncio del Banco Central de Costa Rica (BCCR) en enero del 2018 sobre la adopción oficial de un esquema monetario flexible de meta explícita de inflación. La adopción de este esquema no ha implicado cambios drásticos en materia monetaria, dado que el BCCR ha realizado una transición gradual del mismo.

Si bien el país ha mantenido estabilidad monetaria, existen dos vulnerabilidades importantes: i) la desacumulación de reservas monetarias internacionales durante el primer semestre de 2017 y ii) las presiones sobre las tasas de interés generadas por el creciente déficit fiscal. Dicha coyuntura podría generar presiones sobre los precios, el tipo de cambio y las tasas de interés en el corto plazo. Además, una mayor preferencia por la moneda extranjera y una mayor incertidumbre de los agentes económicos respecto al entorno económico, han generado presiones sobre el tipo de cambio y el nivel de reservas internacionales netas en el último año.

El objetivo general de esta ponencia consiste en evaluar las políticas monetaria y cambiaria aplicadas por el BCCR, y cómo dichas políticas han incidido en el desempeño de la inflación, el tipo de cambio y las tasas de interés.

Específicamente, los objetivos específicos del estudio son los siguientes:

- Hacer un análisis empírico basado en el seguimiento de la inflación, el tipo de cambio, las tasas de interés y otros indicadores varios relacionados con la implementación de las políticas del BCCR.
- Evaluar los factores que han incidido en cambios, tanto en el nivel como la volatilidad de la inflación en Costa Rica.
- Examinar los efectos de las modificaciones en la política cambiaria de los últimos años y el impacto reciente que dicha política ha tenido sobre el nivel de reservas monetarias internacionales.
- Estudiar los cambios en la composición del crédito en moneda nacional y moneda extranjera, así como la exposición del país a choques externos.

II. Seguimiento de la inflación, las tasas de interés y el tipo de cambio

1. Indicadores del comportamiento en los precios

La inflación en Costa Rica, medida por el cambio interanual en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), ha mostrado cambios importantes en su comportamiento durante los últimos 12 años. En el periodo comprendido entre el 2006 y el 2008 inclusive, la tasa de inflación se situó entre el 8 y el 16 por ciento; mientras que entre el 2015 y el 2017 logró situarse por debajo del 4 por ciento y por encima del menos uno por ciento, llegando a una tasa cercana al dos por ciento durante los últimos meses del 2017 y el primer trimestre del 2018.

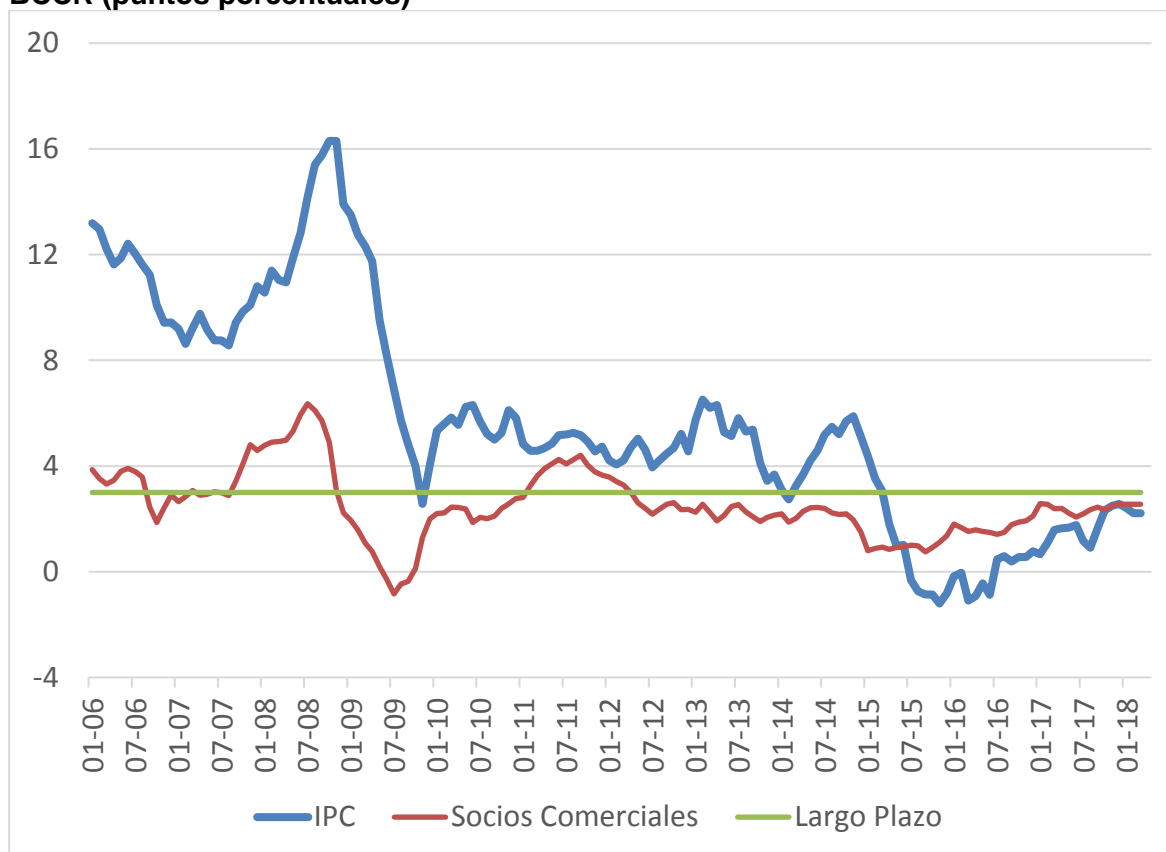
La reducción en los niveles de inflación durante los últimos doce años ha venido acompañada asimismo por una disminución en la volatilidad de la inflación (Barquero Romero, 2013). Entre el 2006 y el 2008, la inflación promedio alcanzaba el 11,41%, mientras que su desviación estándar interanual era de 2,22%. En comparación, durante el trienio comprendido entre el 2015 y el 2017, la inflación promedio bajó a un nivel de 0,81% y su desviación estándar interanual se redujo a 0,97%.

Menores niveles y fluctuaciones en la tasa de inflación se encuentran asociados a una menor incertidumbre de los agentes económicos, lo cual les permite reducir los riesgos de planear sus compras (en el caso de los consumidores) o de proyectos de inversión a futuro (en el caso de los empresarios). En general, este ambiente también se encuentra asociado con una mayor estabilidad del país, mejor funcionamiento de los mercados financieros y, potencialmente, mayor crecimiento económico (Naciones Unidas, 2018).

En el contexto de política monetaria, una inflación más baja y estable puede ser el resultado de una mejor aplicación de la política monetaria, o, alternativamente, un menor impacto de choques externos a la economía (Krause, 2017). Específicamente, para el caso de Costa Rica la baja gradual en los niveles de inflación a lo largo de los últimos doce años se debe en gran medida a la adopción paulatina de un sistema de metas de inflación por parte del Banco Central de Costa Rica (BCCR). Este consiste en un régimen de política monetaria en el que un banco central persigue el objetivo de una tasa de inflación explícita a mediano plazo, y anuncia al público esta meta de inflación. Las acciones del BCCR en el marco de metas de inflación constituyen un conjunto de políticas monetarias, que tienen como propósito principal mantener estabilidad en los precios (Villamichel, 2013).

Asimismo, el contexto internacional ha sido muy favorable para la implementación de esta política, en términos de precios y tasas de interés; principalmente durante el periodo comprendido entre principios del 2014 y mediados del 2017, en donde se vivió un periodo de estabilidad de precios a nivel mundial con baja inflación general, e inclusive menores precios en energía y materias primas.

Gráfico 1
Inflación doméstica, inflación de socios comerciales y meta de largo plazo actual del BCCR (puntos porcentuales)

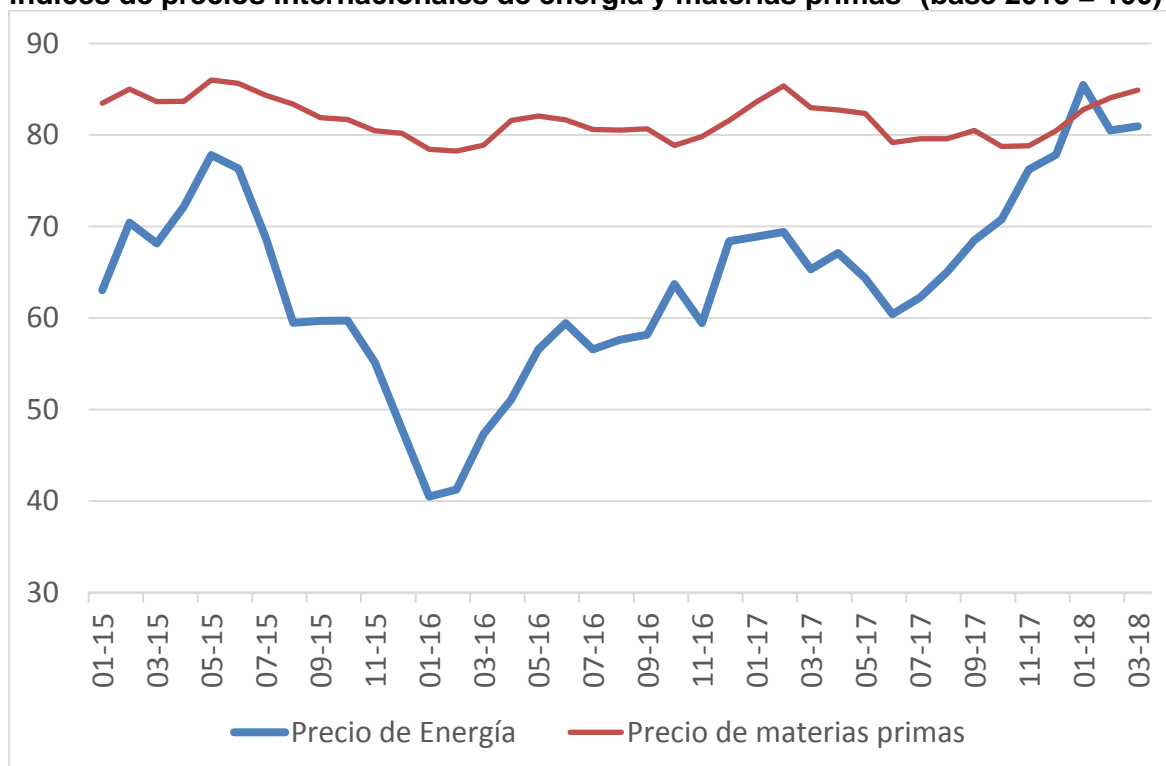


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica.

En comparación con el primer semestre del 2016, periodo durante el cual la inflación registró tasas negativas, desde julio del 2016 los precios se han mantenido relativamente estables con una ligera tendencia hacia el alza, de manera que la inflación ha regresado gradualmente a valores interanuales cercanos al 2% en el último trimestre del 2017 y el primer trimestre del 2018 (gráfico 1). Durante ese mismo periodo, la inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica ha rondado entre 1,5% y 2,0%, por lo que la inflación en Costa Rica, después de 2 años de encontrarse persistentemente por debajo de la inflación externa, ha convergido entre el último trimestre del 2017 y el primer trimestre del 2018 al nivel promedio internacional, en concordancia con el objetivo del régimen de metas de inflación.

Los cambios recientes en los niveles de inflación, en particular, los valores cercanos a cero y negativos durante el último semestre del 2015 y el primer semestre del 2016, y el aumento reciente en la inflación, se deben en parte al comportamiento de los precios del petróleo y de otras materias primas a nivel global (gráfico 2), los cuales sufrieron una baja considerable entre el 2015 y el 2016, y se han recuperado desde entonces.

Gráfico 2
Índices de precios internacionales de energía y materias primas¹ (base 2013 = 100)

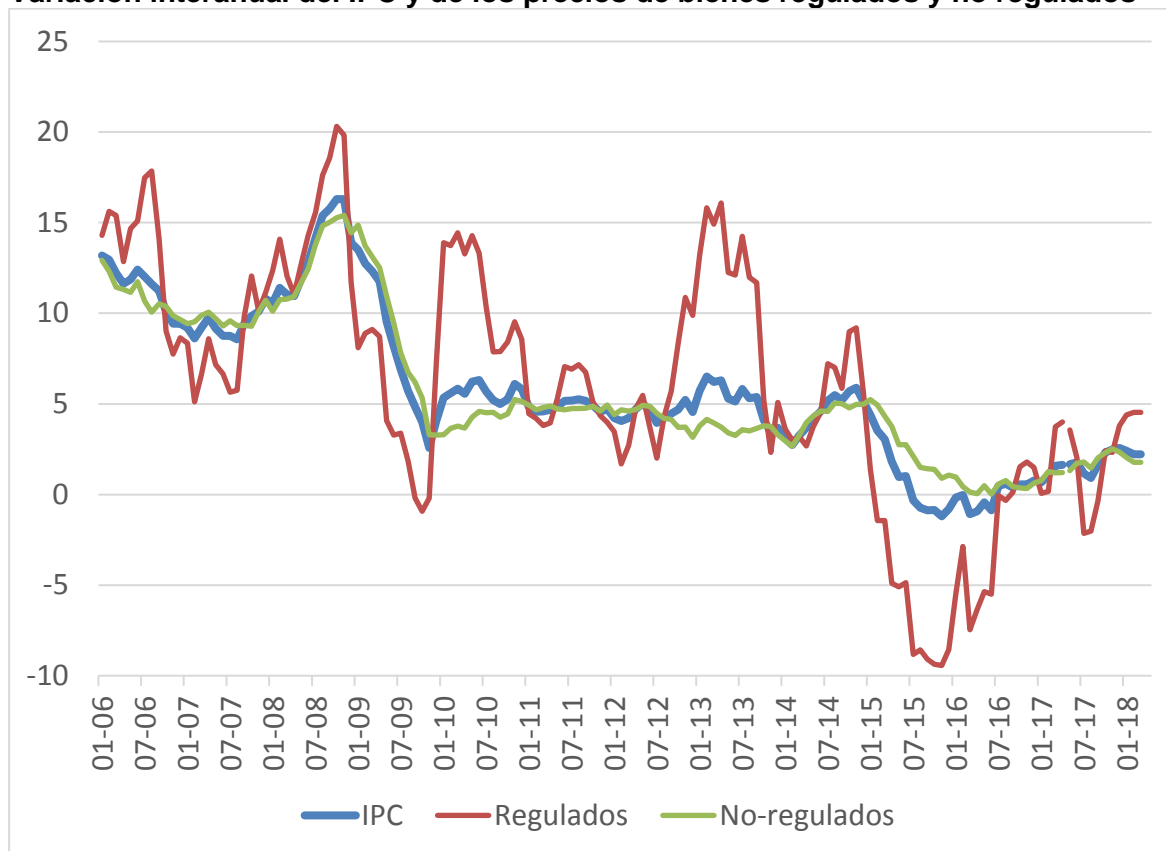


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial.

La evolución en el precio internacional del petróleo, al afectar las tarifas de los combustibles internamente, tiene un efecto sobre la fijación de precios y tarifas de otros bienes y servicios incluidos en la canasta del IPC, como los servicios de transporte público y electricidad, denominados efectos de segunda ronda; específicamente, para el caso de Costa Rica el traspaso de variaciones en los precios internacionales de los productos básicos hacia el IPC se ha fortalecido en magnitud y significancia estadística a lo largo del tiempo (BCCR, 2017a).

Estadísticamente, la volatilidad en los precios de energía y materias primas se traspasó en alguna medida a los precios de los bienes regulados a nivel interno. En el periodo 2015-2016 la evolución de dicho índice de precios estuvo por debajo de la inflación promedio; y desde principios del 2017 hasta el primer trimestre del 2018 se ha mantenido muy cercana al promedio (gráfico 3).

¹ El índice de precios internacionales de energía se construye como un promedio ponderado de los precios del carbón, petróleo y gas natural; y mientras que el índice de precios de las materias primas se mide utilizando los compuestos de precios de madera, algodón y caucho Banco Mundial, 2017).

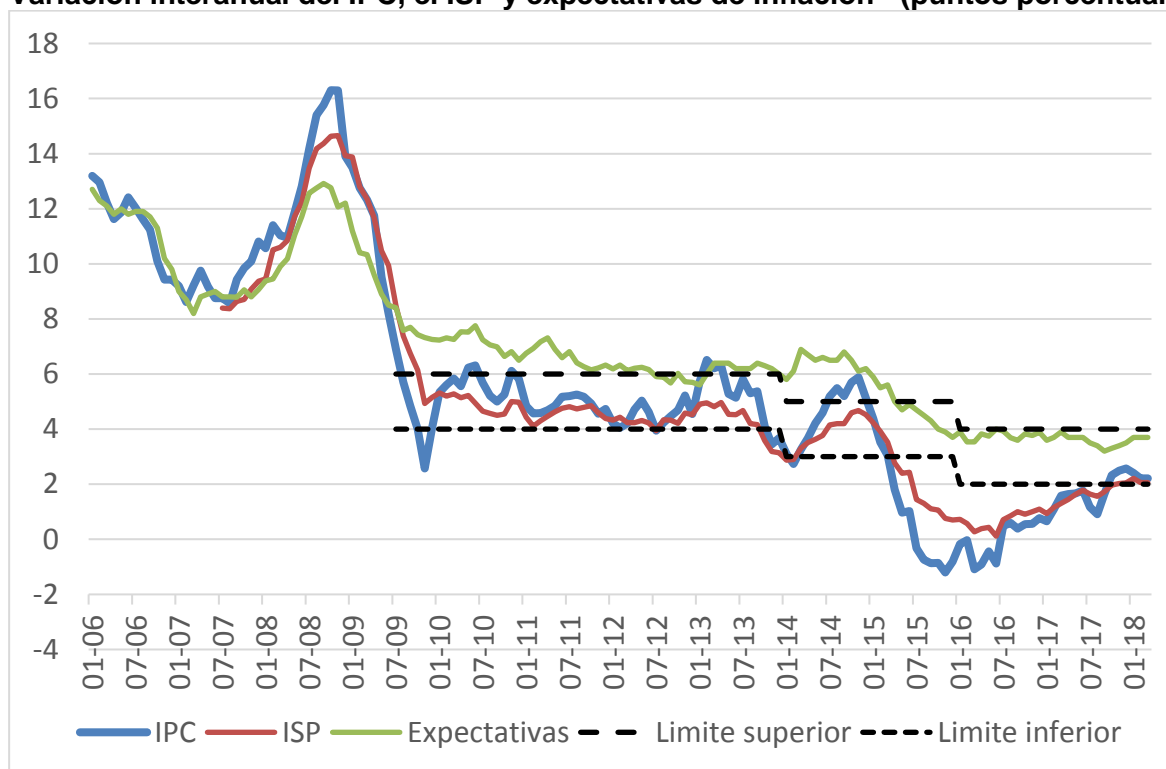
Gráfico 3**Variación interanual del IPC y de los precios de bienes regulados y no regulados**

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

Por la parte de la aplicación de la política monetaria, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica anunció el 2 de febrero de 2018 de adoptar un esquema monetario flexible de meta de inflación. De esta forma completa el proceso de transición que dio inicio en el 2005 y, más concretamente, desde el 2008 cuando se instauraron un valor meta y límites superiores e inferiores para la tasa de inflación. La meta inicial de 5% anual en el mediano plazo se redujo a 4% a principios del 2014 y a su nivel actual de 3% (+/- 1%) desde inicios del 2016 (gráfico 4).

Cabe destacar que, dentro del marco de un régimen de meta de inflación, un activo muy importante para un banco central es la credibilidad, que se construye a través de la comunicación. Entre estos se encuentran la comunicación de diagnóstico, acciones y resultados (rendición de cuentas). Un elemento que es parte de la política que se debería comentar. Dos eventos ilustrativos que denotan ganancia en credibilidad en Costa Rica fueron los eventos cambiarios de mayo 2017 y de febrero 2018, los cuales se describen más adelante.

Gráfico 4
Variación interanual del IPC, el ISP y expectativas de inflación² (puntos porcentuales)



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

Uno de los propósitos principales de un régimen de metas de inflación, además de velar por la estabilidad en el nivel promedio y varianza de la inflación, consiste en anclar las expectativas de inflación en aras de reducir la incertidumbre asociada con los cambios en los precios. Desde abril del 2015, dichas expectativas, medidas a través de una encuesta a empresarios, se han situado por debajo del 4%; no obstante, no han registrado niveles menores al 3,2%, aún en presencia de tasas negativas de inflación del IPC en el 2015 y 2016.

Una posible explicación de las discrepancias entre inflación actual y expectativas de inflación es que éstas últimas tienen un horizonte de mediano plazo; esto es, toman en cuenta factores estructurales, tales como las primas en los niveles de las tasas de interés a mediano y largo plazo, el comportamiento del tipo de cambio, y las perspectivas de crecimiento de la economía, que afectan los precios más allá de un periodo corto. Otra posibilidad es que el BCCR no esté transmitiendo bien sus logros, o que se requiera más tiempo para generar una mayor credibilidad de que las acciones del Banco conlleven a tasas bajas de inflación, aún en presencia de choque externos. Finalmente, el formato de encuesta que se emplea para recabar la información depende del grupo seleccionado

² La inflación subyacente promedio (ISP) se calcula como el cambio interanual del promedio simple de cinco indicadores de precios: IEV (inflación subyacente, exclusión fija por volatilidad), IMT (Inflación subyacente, media truncada) IRV (Inflación subyacente, reponderación por volatilidad), IRP (Inflación subyacente, reponderación por persistencia), y IEF (Inflación subyacente, exclusión fija de agrícolas y combustibles).

para formar las expectativas. En la Unión Económica y Monetaria Europea, por ejemplo, las expectativas se miden a través de indicadores en mercados financieros (*Credit Default Swaps*), lo cual suministra una medida más afín con el comportamiento de los mercados.

Es importante destacar que, en materia del análisis de la evolución de precios, la política monetaria se enfoca más bien en el comportamiento de la inflación subyacente, en lugar del índice de precios al consumidor, dado que consiste en un indicador que excluye las variaciones de precios de corto plazo originadas en choques de oferta y demanda, y que representa mejor el movimiento de los precios sobre los cuales la política monetaria sí tiene influencia. La inflación subyacente promedio (ISP) se calcula como el cambio interanual del promedio simple de cinco indicadores de precios: IEV (inflación subyacente, exclusión fija por volatilidad), IMT (Inflación subyacente, media truncada) IRV (Inflación subyacente, reponderación por volatilidad), IRP (Inflación subyacente, reponderación por persistencia), y IEF (Inflación subyacente, exclusión fija de agrícolas y combustibles). Este indicador se ha mantenido persistentemente en niveles cercanos a la inflación actual a partir del trimestre del 2016 hasta el primer trimestre del 2018 inclusive. De hecho, ha rondado el 2% desde junio del 2017. Esto demuestra la efectividad de la política monetaria aplicada durante los tres últimos años, que ha contribuido a que la inflación subyacente se acerque al valor central de la meta de inflación.

La reducción en la volatilidad y el nivel promedio de la inflación han sido acompañadas por una menor variación del IPC por subgrupos. Las variaciones interanuales de las 12 categorías de bienes y servicios se han venido reduciendo gradualmente desde el 2013 (cuadro 1). En el 2013 el rango se situaba entre 26,78% y -1,75%; en el 2014, entre 7,82% y -0,31%; en el 2015 entre 5,51% y -6,67%; en el 2016 entre 4,40% y -2,32%, y en el 2017 se mantuvo entre 5,88% y -3,22%. Conforme ha bajado la tasa promedio de inflación, la volatilidad de ésta se ha reducido no sólo en general, sino también en los diferentes grupos de bienes. Cabe destacar que, al mismo tiempo en que se presentó el aumento documentado en la tasa promedio de inflación de cerca del 0% en el 2015 y 2016 a 1,5% en el 2017, la variación entre grupos regresó a valores similares a los que se mantuvieron durante el 2014. Por lo tanto, el nivel de volatilidad de la evolución de precios en las distintas categorías aumentó con el incremento de la inflación promedio.

Cuadro 1
Variación Interanual del IPC por grupos de bienes (puntos porcentuales)

	2013	2014	2015	2016	2017
Alimentos y bebidas no alcohólicas	3,30	6,33	0,61	-0,49	3,49
Bebidas alcohólicas y cigarrillos	9,38	5,09	4,16	0,52	3,73
Prendas de vestir y calzado	-1,75	-0,31	-2,74	-2,32	-1,94
Alquiler y servicios de la vivienda	2,95	7,82	-4,30	0,11	3,19
Artículos para la vivienda y servicio doméstico	2,71	3,46	0,56	-0,01	0,28
Salud	5,06	6,60	3,06	3,77	4,26
Transporte	1,99	3,92	-6,67	0,33	5,88
Comunicaciones	26,78	0,08	-2,98	0,80	-3,22
Entretenimiento y cultura	2,48	3,63	-0,42	1,17	1,43
Educación	7,01	6,53	5,51	4,40	3,98
Comidas fuera del hogar y servicios de alojamiento	3,16	4,28	2,32	1,82	1,18
Bienes y Servicios diversos	1,67	6,74	0,60	0,22	1,68

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Desglosando en categorías se puede observar que los subgrupos de “Alimentos y bebidas no alcohólicas”, “Artículos para la vivienda y servicio doméstico”, “Entretenimiento y cultura”, “Comidas fuera del hogar y servicios de alojamiento”, y “Bienes y Servicios diversos” han presentado patrones similares: tasas de inflación moderadas a bajas durante el periodo 2013-2017, con un incremento en la contribución de la inflación para todas estas categorías durante el 2014. La categoría “Bebidas alcohólicas y cigarrillos”, posterior a una tasa de inflación de 9,38% en el 2013, ha tendido a la baja gradualmente hasta situarse en 0,52% en el 2016 y subir nuevamente a 3,73% durante el 2017. Entre el 2015 y el 2017 los rubros que han contribuido consistentemente hacia un aumento sostenido en el nivel de precios han sido “Salud” y “Educación”, los cuales han presentado variaciones bastante altas respecto al resto de grupos, con tasas entre 3,1% y 5,5%. Se esperaría que estos aumentos en los precios de Salud y Educación durante los dos últimos años tengan un impacto principalmente hacia familias con ingresos fijos o aquellas cuyos salarios no se hayan modificado dada la baja inflación general promedio. La categoría “Transportes” también contribuyó notablemente a la inflación durante el 2017, con un crecimiento promedio en los precios de casi 6%. En contraposición, los grupos “Entretenimiento y Cultura” “Comunicaciones”, “Prendas de vestir y calzado” y “Alquileres y servicios de la vivienda” han tenido tasas bajas o negativas en promedio durante el periodo comprendido entre el 2015 y el 2017, contrarrestando al menos en parte el resultado de mayores precios en “Salud” y “Educación.” A manera de resumen, el cuadro 2 agrupa las categorías de bienes dependiendo del impacto que tuvieron sobre la tasa de inflación en el 2017, según fuera alto, bajo, o negativo.

Cuadro 2**Clasificación de la inflación de los grupos de bienes según su impacto en la tasa de inflación del 2017 (puntos porcentuales)**

Impacto en la tasa de inflación	Grupo	2017
Alto	Transporte	5,88
	Salud	4,26
	Educación	3,98
	Bebidas alcohólicas y cigarrillos	3,73
	Alimentos y bebidas no alcohólicas	3,49
	Alquiler y servicios de la vivienda	3,19
Bajo	Bienes y Servicios diversos	1,68
	Entretenimiento y cultura	1,43
	Comidas fuera del hogar y servicios de alojamiento	1,18
	Artículos para la vivienda y servicio doméstico	0,28
Negativo	Prendas de vestir y calzado	-1,94
	Comunicaciones	-3,22

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Finalmente, según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC, 2018), separando por distintos niveles de ingreso, las diferencias en el impacto de la inflación no han sido tan marcadas. Para familias de ingreso bajo, la inflación del IPC fue de 2,32% durante el 2017 (-0,19% en el 2016; y -0,75% en el 2015); para familias de ingreso medio, el aumento de precios fue de 2,44% en el 2017 (0,44% en 2016; y -0,19% en el 2015); mientras que para las familias de ingreso alto la inflación ascendió a 2,83% durante el 2017 (1,21% en 2016; y -0,01% en 2015).

2. Política monetaria, tasas de interés de mercado y préstamos

La adopción oficial de un esquema monetario flexible de meta de inflación desde principios del 2018 implica que el BCCR le ha dado continuidad a una serie de medidas congruentes con los objetivos de actividad económica e inflación, prestando atención a los cambios en el grado de profundización de los mercados financieros. Ello implica un seguimiento de los principales agregados monetarios y financieros, en aras de ejercer mayor control de las fuentes estructurales de expansión de la liquidez resultante las presiones del déficit financiero y las mayores intervenciones en el mercado cambiario por parte del BCCR, como se detalla en la siguiente subsección (BCCR, 2018).

Los instrumentos principales de política monetaria con los que cuenta el BCCR en la actualidad para darle seguimiento a sus objetivos de estabilidad de precios y crecimiento sostenible de la actividad económica son el encaje mínimo legal (EML), los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) y la Tasa de Política Monetaria (TPM).

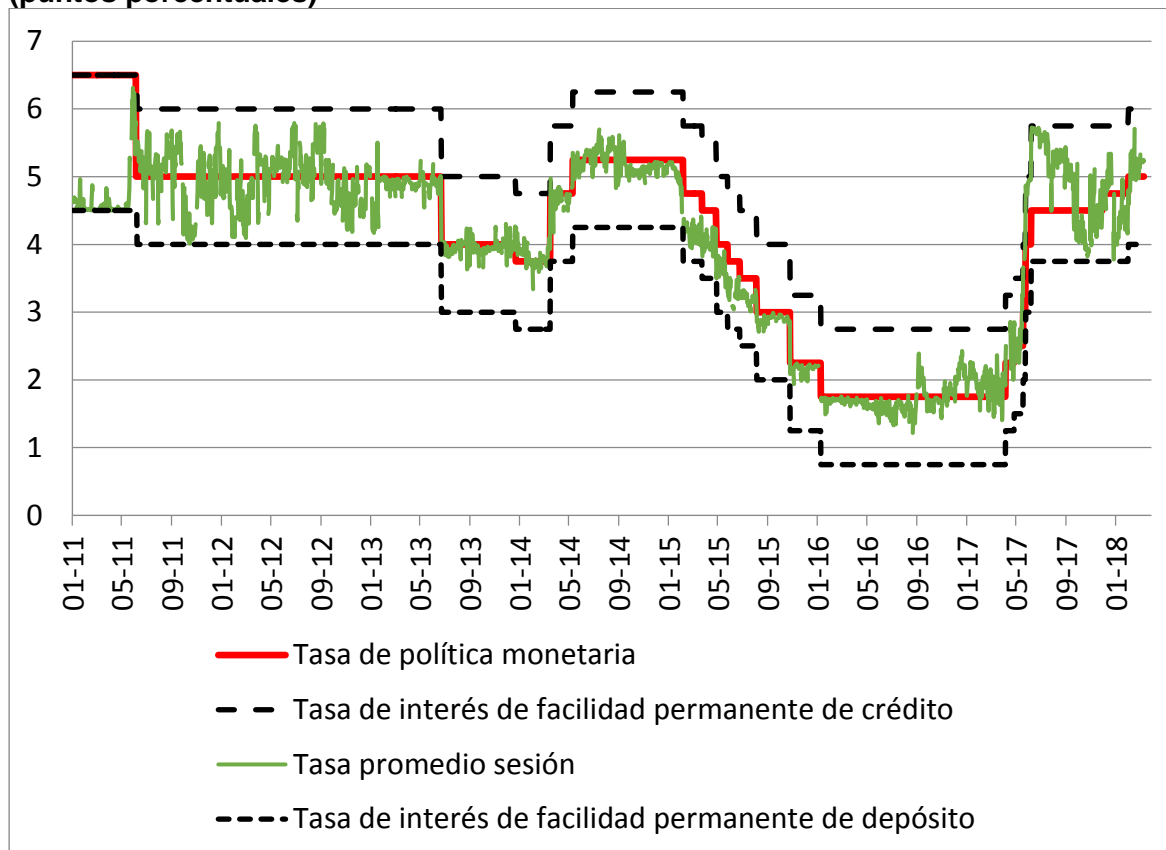
El EML consiste en un porcentaje que los intermediarios financieros deben de mantener como reserva con relación al total de sus pasivos, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y que deben de trasladar al BCCR. A través de dicho nivel de

reservas el BCCR influye sobre los niveles de crédito, el medio circulante y las tasas de interés; consecuentemente, ello tiene un impacto sobre el gasto global de la economía, que necesariamente afecta la producción y el comportamiento de los precios. Desde el año 2005 el EML se ha mantenido en 15% para ambas monedas (SUGEF, 2017).

Los BEM son títulos de valor que el BCCR subasta por distintos plazos de captación: uno, tres, seis y doce meses. Su objetivo principal es captar exceso de liquidez en el sistema reduciendo la oferta de colones en el mercado. En particular, los BEM operan como instrumentos de gestión de deuda y la estrategia del BCCR, desde hace varios años, ha sido colocarlos a mayores plazos. Desde el 2008, su uso como instrumento de política monetaria se ha visto remplazado por un monitoreo de los agregados monetarios y por la fijación de tasas de interés de muy corto plazo, como se explica más adelante. Consecuentemente, la colocación de BEMs se había estado estabilizado en los últimos años, e inclusive se redujo en más de 250.000 millones de colones durante el 2017 (BCCR, 2017b).

La TPM, implementada desde el 2008, es la tasa referente del costo de fondos en el mercado de liquidez. Corresponde a la tasa de interés que cobra el BCCR en sus préstamos a los participantes del sistema financiero nacional a un día plazo. El objetivo de la TPM consiste en afectar los costos de financiamiento de las entidades financieras a través de préstamos del BCCR, para que ello, eventualmente, se traduzca en un cambio en las tasas pasivas y las tasas activas. (BCCR, 2018).

La TPM como instrumento de política y la conformación del corredor de tasas inició en 2011, en ese año se cambió su definición y pasó a ser una tasa de referencia. A partir de ese momento el BCCR provee el servicio de provisión de fondos a través del Mercado Integrado de Liquidez (MIL), en el cual participan los entes financieros regulados por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), la Superintendencia General de Seguros (SUGESE) y la Superintendencia de Pensiones (SUPEN) (Lankester, 2015). El MIL constituye el medio por el cual sus participantes negocian entre sí operaciones diferidas de liquidez, en moneda nacional y extranjera, siguiendo los lineamientos establecidos por el BCCR. Bajo este esquema, la TPM representa una tasa de referencia a la cual el BCCR realizaría préstamos a las instituciones financieras, mientras que la tasa de interés promedio de la sesión es la tasa actual bajo la que se llevan a cabo las transacciones entre las distintas entidades financieras (gráfico 5).

Gráfico 5**Tasa de política monetaria, facilidad de depósito, facilidad de crédito, y tasa promedio (puntos porcentuales)**

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

Desde el 4 de enero del 2016 hasta el 5 de abril del 2017, la TPM se mantuvo constante al nivel de 1,75% hasta febrero del 2017. La baja TPM durante este periodo constituye evidencia de que la postura de la política monetaria hasta el primer trimestre del 2017 había sido expansiva (BCCR, 2016). A partir del segundo trimestre del 2017, se presentaron 7 incrementos en la TPM: el 6 de abril del 2017 (a 2,25%), el 27 de abril del 2017 (2,50%), el 19 de mayo del 2017 (3,00%), el 25 de mayo del 2017 (4,00%), el 8 de junio del 2017 (4,50%), el 30 de noviembre del 2017 (4,75%) y el 1 de febrero del 2018 (5,00%), con lo que la TPM retornó al nivel del periodo comprendido entre junio del 2011 y junio del 2013; y ligeramente por debajo del nivel que tuvo entre mayo del 2014 y febrero del 2015. Estos incrementos en la TPM son consecuencia de dos factores principales: en primer lugar, la política monetaria contractiva busca reducir el crecimiento de la liquidez en la economía, para así mantener la estabilidad en la demanda agregada y en el nivel de precios. En segundo lugar, como se detalla en el Recuadro 1, forma parte de una serie de medidas implementadas por el BCCR para desincentivar la dolarización en la economía.

Recuadro 1

Medidas adoptadas por el Banco Central de Costa Rica para fomentar el ahorro en colones

Entre el primer trimestre del 2017 y el primer trimestre del 2018 las tasas de interés en dólares han presentado una tendencia hacia el alza. La tasa efectiva de fondos de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) pasó de un nivel promedio de 0,65% en enero del 2017 a un promedio de 1,51% en marzo del 2018. Este efecto se ha trasladado a otros rendimientos en dólares, haciendo que la inversión en moneda extranjera se constituyera en una opción más atractiva.

A lo largo de ese periodo, en particular durante los primeros seis meses del 2017, los ahorrantes mostraron mayor preferencia por instrumentos de ahorro en dólares; mientras que los deudores aceleraron la desdolarización del crédito. Ello contribuyó de forma determinante en una mayor demanda por divisas, generando presiones tanto sobre el tipo de cambio como sobre el nivel de las reservas internacionales netas (RIN).

Para contrarrestar dichos efectos, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) adoptó varias medidas para fomentar el ahorro en moneda local, entre ellas (BCCR, 2018):

(i) Incrementar la tasa de política monetaria (TPM) en 300 puntos base con el fin de afectar las tasas de interés de captación de fondos a corto y mediano plazo.

(ii) Habilitar la captación de fondos mediante depósitos electrónicos a plazo.

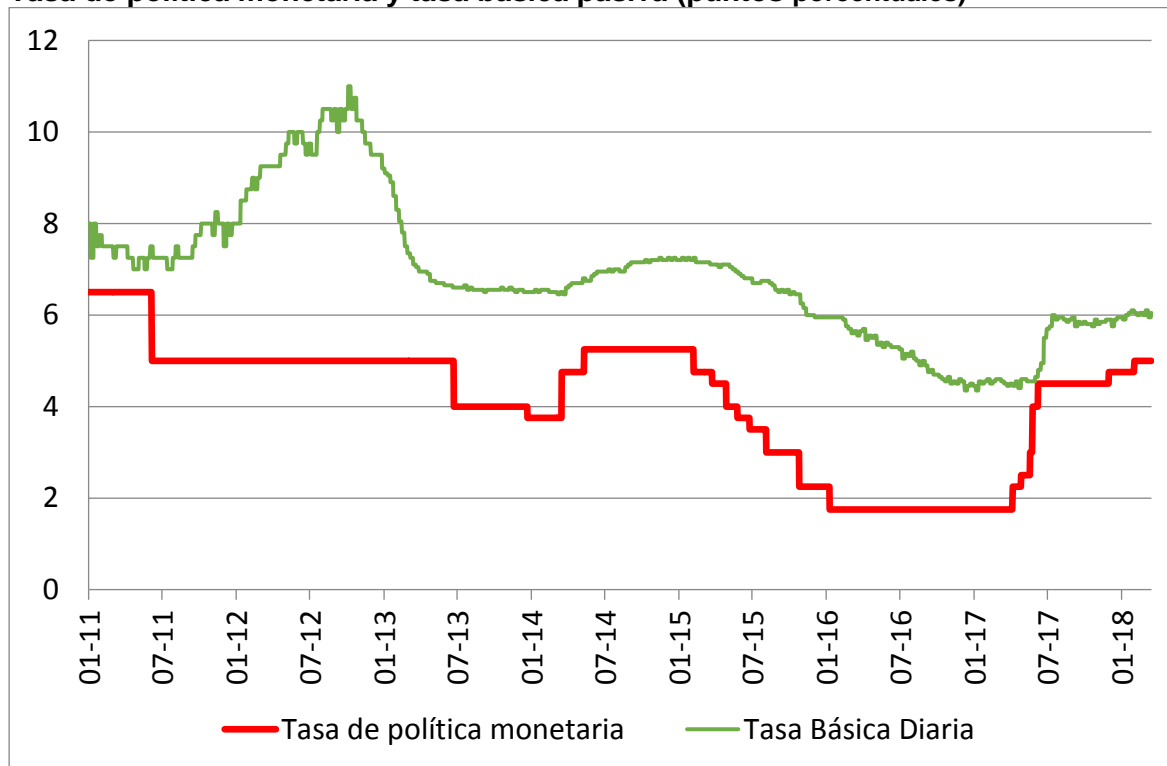
Dichas acciones contribuyeron a desincentivar el proceso de dolarización financiera y a estabilizar las condiciones del mercado cambiario. No obstante, cifras preliminares para las últimas semanas de 2017 dan indicios de una contención de ese proceso de desdolarización financiera.

Consecuentemente, los incrementos decretados para la TPM entre el segundo trimestre del 2017 y el primer trimestre del 2018 formaron parte de las acciones que tomó el BCCR con el fin de restituir el premio por ahorrar en colones y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria (BCCR, 2017a). Precisamente, el objetivo final de realizar cambios en la TPM es afectar los costos de financiamiento de las entidades financieras a través de préstamos del BCCR. Por ello, para determinar la efectividad de la TPM como mecanismo de transmisión en el mercado, es importante analizar cómo han variado las tasas de interés pasivas y activas durante el periodo reciente.

En teoría, cambios en la TPM se debieran de reflejar en modificaciones proporcionales en las tasas pasivas. Esto por cuanto la TPM se puede considerar una buena aproximación del costo de fondos de los bancos comerciales cuando recurren a préstamos del BCCR, mientras que la tasa básica pasiva promedio (TBP) representa el costo medio de los fondos captados del público por parte de los bancos. Consecuentemente, la diferencia entre ambas tasas debería mantenerse relativamente estable; no obstante, ese no ha sido el caso en el periodo comprendido entre el primer semestre del 2017 y el primer semestre del 2018. Entre enero del 2017 y marzo del 2017, la brecha promedio entre la TPM y la TBP ascendió a 2,77 puntos porcentuales – casi idéntica a la métrica del último trimestre del 2016, posterior al ajuste que se había dado en el cálculo de la TBP (BCCR, 2017a). Desde entonces, la brecha entre las tasas se ha venido reduciendo: entre abril y junio del 2017 bajó a 1,52 puntos porcentuales; entre julio y septiembre del 2017 alcanzó 1,37 puntos porcentuales; durante el periodo comprendido

entre octubre y diciembre del 2017 se redujo a 1,26%, y finalmente entre enero del 2018 y marzo del 2018 bajó a 1,11% (gráfico 6).

Gráfico 6
Tasa de política monetaria y tasa básica pasiva (puntos porcentuales)³

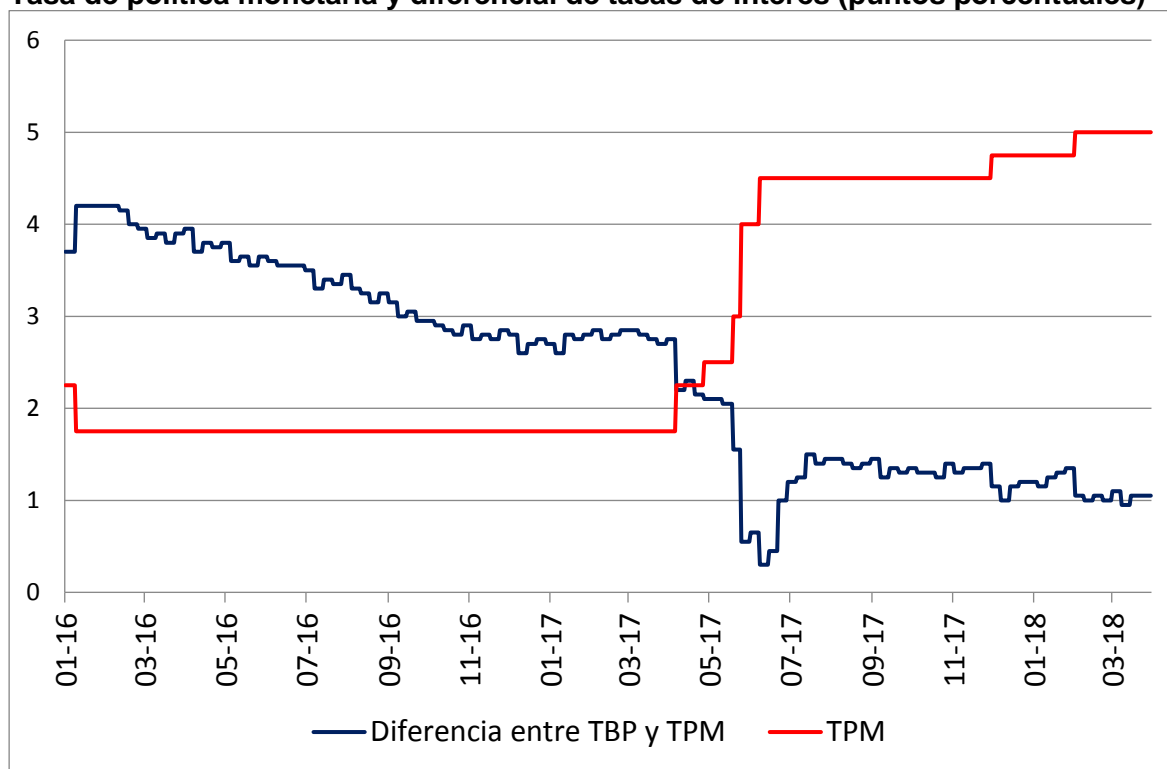


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica.

Durante el mismo periodo en el que la TPM se incrementó en 3,25% (de 1,75% a 5,00%), la tasa básica pasiva solo aumentó en promedio un 1,45% (de 4,55% a 6,00%). Por lo tanto, de acuerdo con esa métrica menos de la mitad del aumento en la tasa fijada por el BCCR se trasladó en un incremento en las tasas de captación promedio de los bancos comerciales. Ello constituye evidencia que la transmisión de la TPM hacia las tasas pasivas ha sido limitada y rezagada (gráfico 7).

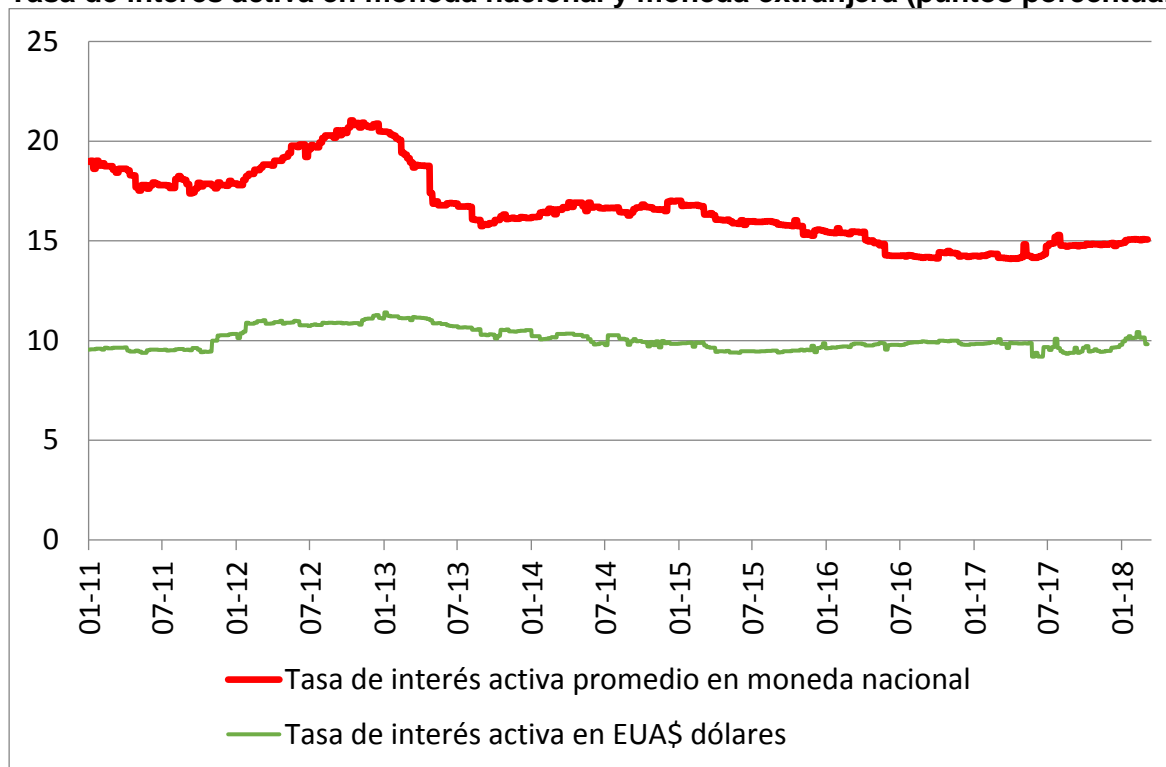
³ En el 2016 la tasa básica pasiva bruta disminuyó 1,50% de los cuales 1,27% se explican por un cambio en la forma de cálculo (BCCR, 2017c).

Gráfico 7
Tasa de política monetaria y diferencial de tasas de interés (puntos porcentuales)



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

En lo que respecta al vínculo entre la TPM y las tasas de crédito, este es aún más tenue: entre enero del 2017 y marzo del 2018 la tasa activa en colones aumentó en un 0,80%, mientras que la tasa activa en dólares se mantuvo prácticamente intacta durante ese mismo periodo. La brecha entre las dos al primer trimestre del 2018 alcanzaba un poco más del 5% - un punto porcentual por encima del promedio alcanzado en el 2016, pero por debajo de los niveles históricos prevalentes antes del 2014 (gráfico 8).

Gráfico 8**Tasa de interés activa en moneda nacional y moneda extranjera (puntos porcentuales)**

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

Es útil discutir las implicaciones que las variaciones en las tasas de interés durante el 2017 y los primeros meses del 2018 han tenido para los hogares y empresas costarricenses. En moneda nacional, el premio por ahorrar se ha incrementado en alrededor de 1,5%, medido por los cambios en la TBP. Por otra parte, el costo promedio de endeudarse, calculado por la Tasa activa promedio en colones, ha aumentado menos de un 1%. La evolución de dichas tasas de interés para los últimos 5 años se muestra en el cuadro 3, agregando los datos de la inflación y la TPM como referencia. Cabe resaltar que aún a pesar de los rangos de variación tanto en la TPM como en la inflación, las tasas pasivas y activas se han mostrado relativamente invariadas. Los aumentos en las tasas de política monetaria que ha venido realizando el Banco Central podrían no estarse traduciendo en cambios proporcionales en las tasas activas a causa de la forma oligopolística en que opera la banca en Costa Rica, lo que implica que los agentes económicos pagan una mayor tasa real por sus préstamos en comparación con un régimen de mayor competencia entre entidades financieras. (Villamichel, 2015). Dichas ineficiencias en el sector financiero costarricense se ven reflejadas en la relativa inflexibilidad de las tasas cobradas a los créditos y en traslado incompleto de cambios en las tasas de captación hacia variaciones en el costo del crédito. (Corrales, 2016).

Cuadro 3
Evolución de la inflación y tasas de interés al 31 de diciembre de cada año (en puntos porcentuales)

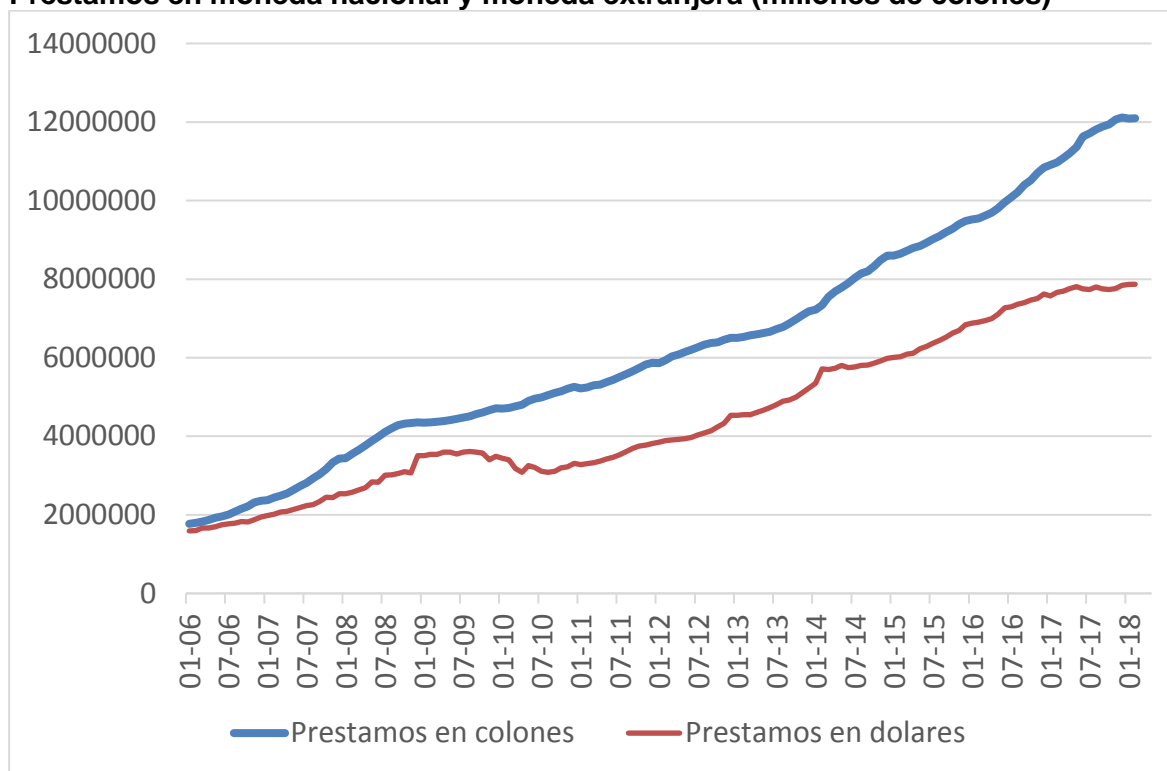
	2013	2014	2015	2016	2017
Tasa de inflación del IPC	3,68	5,12	-0,81	0,77	2,57
Tasa de política monetaria (TPM)	3,75	5,25	2,25	1,75	4,75
Tasa básica pasiva (TBP)	6,50	7,20	5,95	4,45	5,95
Tasa activa promedio (TAP)	16,14	17,01	15,46	14,25	14,87
Tasa activa real (TAR)	12,54	11,89	16,27	13,48	12,30

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

La tasa activa real en colones (TAR) se calcula como la diferencia entre la tasa activa promedio y la tasa de inflación del IPC, y expresa el costo de un préstamo en términos de bienes y servicios, en lugar de expresarse en montos monetarios. La TAR se ha mantenido en niveles relativamente elevados (consistentemente alrededor de 12-13%, con excepción del año 2016, en que superó el 16%), lo cual implica que el costo del crédito para las familias costarricenses se mantiene alto. Ello puede conllevar a un crecimiento de la deuda privada y conlleva a costos de servicio de la deuda (pagos mensuales) crecientes.

Con respecto a las tasas de interés en dólares, el premio al ahorro en moneda extranjera ha subido entre 0,5% y 1%, mientras que el cambio en el costo de préstamos en dólares ha sido prácticamente imperceptible. Dado que la percepción de la depreciación del colón ha subido (aun cuando, como se detalla en la siguiente sección, el aumento efectivo en el tipo de cambio de venta durante 2017 fue de apenas un 2%; inferior al de 3% durante el 2016), sería de esperar que se haya desincentivado el solicitar préstamos en dólares. En promedio, la proporción de préstamos en EUA dólares con respecto al total, tomando en consideración la totalidad del sistema financiero (bancos nacionales, bancos privados y otros intermediarios financieros), se redujo en marzo del 2018 (39,4%) respecto a marzo del 2017 (41,0%); un cambio que sugiere que continúa la tendencia hacia la desdolarización del crédito desde el 2006, cuando la cartera en EUA dólares representaba casi la mitad de los préstamos por parte de las entidades financieras (gráfico 9).

Gráfico 9
Préstamos en moneda nacional y moneda extranjera (millones de colones)



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

Más allá del comportamiento de las tasas de interés, el creciente servicio de la deuda pública puede haber tenido un impacto sobre el mercado de fondos prestables. Una forma de examinar la importancia del servicio de la deuda interna es compararla con el crecimiento del crédito interno del sector financiero. A diciembre del 2008, el pago de intereses y cancelaciones representaba una razón del 14,3% con respecto al tamaño de la cartera del sector financiero; dicha proporción se duplicó a diciembre del 2017, llegando a 30,1%. Esto implica que las necesidades internas de financiamiento del gobierno representarían casi una tercera parte de los préstamos totales que extiende el sector financiero en la actualidad, lo cual aumenta la competencia por fondos prestables hacia los créditos del sector privado (cuadro 4).

Cuadro 4**Servicio Total de la Deuda Interna y Crédito Interno Total del Sistema Financiero (millones de colones corrientes y constantes)**

Año	Servicio de la deuda		Crédito del Sector Financiero		Servicio de la deuda como proporción del crédito (%)
	Colones corrientes	Colones constantes*	Colones corrientes	Colones constantes*	
2008	1 180 419	1 180 419	8 252 988	8 252 988	14,3%
2009	1 915 371	1 840 870	8 854 249	8 509 852	21,6%
2010	2 314 070	2 101 654	9 261 628	8 411 475	25,0%
2011	2 639 501	2 288 820	10 642 218	9 228 306	24,8%
2012	2 962 600	2 457 178	11 653 772	9 665 629	25,4%
2013	2 631 330	2 104 970	13 476 227	10 780 499	19,5%
2014	2 677 931	2 037 769	16 061 894	12 222 281	16,7%
2015	3 881 565	2 977 721	18 246 037	13 997 342	21,3%
2016	5 427 350	4 131 943	20 556 546	15 650 083	26,4%
2017	6 735 682	4 999 313	22 408 377	16 631 796	30,1%

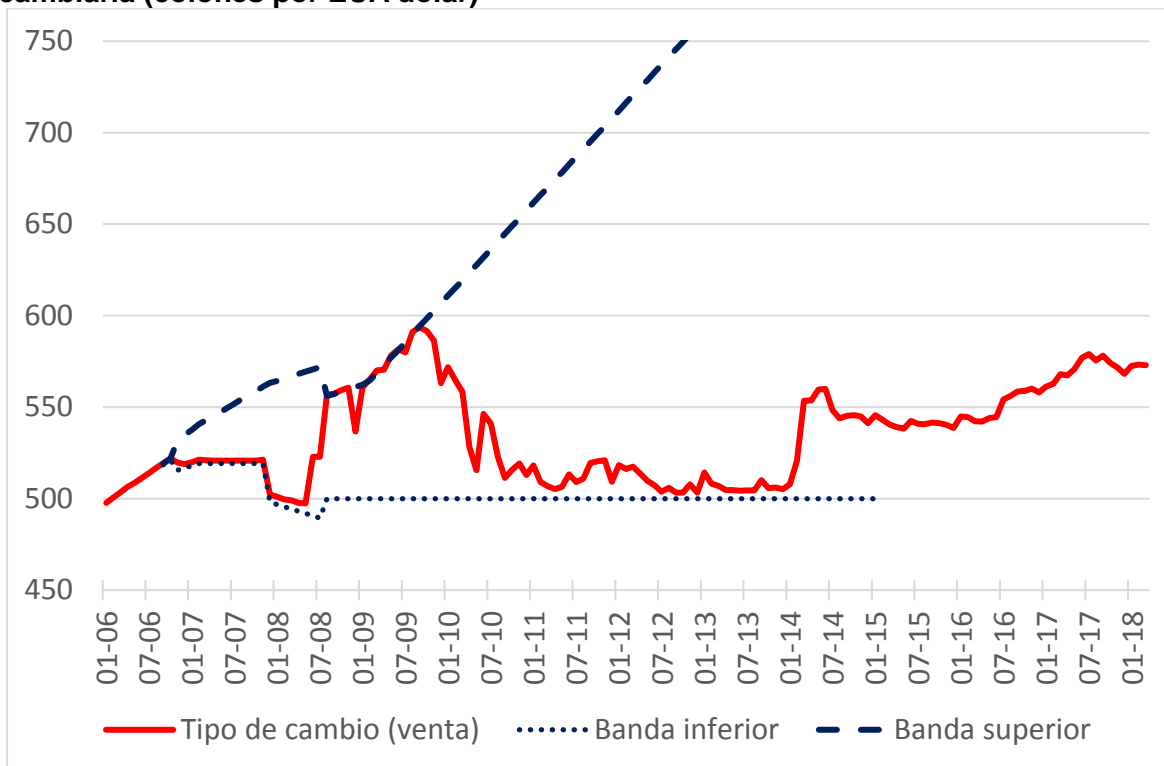
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica (*base=2008).

La creciente necesidad del gobierno en financiar el servicio de la deuda pública se traducirá, potencialmente, en un incremento en la captación de recursos financieros. De esta forma, se aumentaría la competencia en el mercado de fondos prestables, con efectos en el mediano plazo sobre el crédito al sector privado y la efectividad de la política monetaria (Krause, 2017).

Las presiones que tiene aumento del déficit fiscal sobre las otras tasas de interés, si bien no se presentan en el corto plazo, tiene efectos en el mediano y largo plazo. La evidencia sugiere que el déficit fiscal impacta la TBP en periodos mayores a un año, confirmando así que el Ministerio de Hacienda, al recurrir al mercado financiero por recursos para cubrir la brecha fiscal, está afectando las tasas de interés de mercado (Valverde Obando, 2017).

3. Política cambiaria y reservas monetarias internacionales

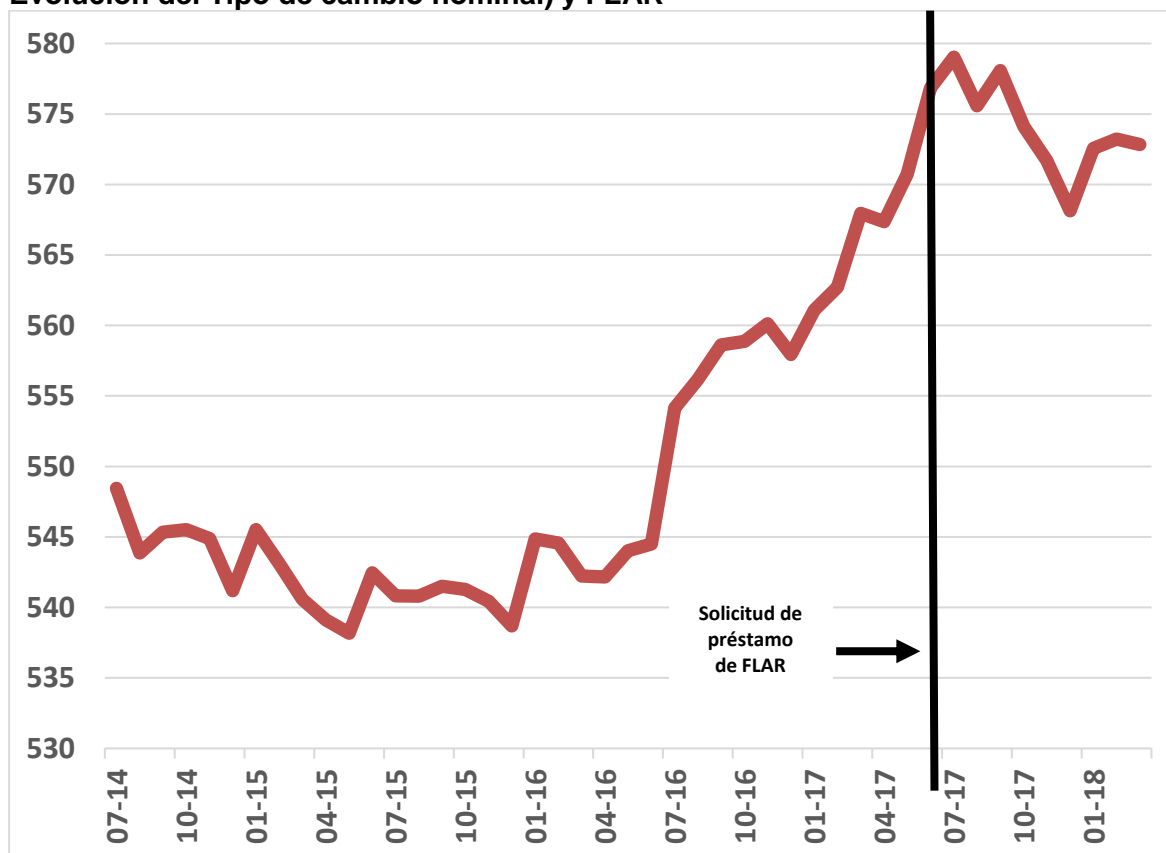
Los últimos doce años se han caracterizado por la evolución de un sistema cambiario de mini-devaluaciones hacia uno de flotación administrada. Bajo el régimen de transición de banda cambiaria – vigente entre el 17 de octubre del 2006 hasta el 30 de enero del 2015 – el BCCR establecía un límite inferior y un límite superior para el tipo de cambio nominal, e intervenía por medio de operaciones de compra-venta si el precio del dólar se acercaba a los límites establecidos. Bajo la flotación administrada el tipo de cambio se mueve de forma más libre, pero el BCCR se reserva el derecho de intervenir para estabilizar el precio de la divisa, en caso de que las condiciones lo ameriten. Durante el periodo comprendido entre enero del 2006 y marzo del 2018, el tipo de cambio de venta se ha situado entre 491 colones por dólar y 594 colones por dólar (gráfico 10).

Gráfico 10**Evolución del tipo de cambio en MONEX durante y después del régimen de banda cambiaria (colones por EUA dólar)**

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

Durante el periodo comprendido entre julio del 2016 hasta marzo del 2018 se puso a prueba el sistema cambiario actual de flotación administrada. En los dos años anteriores el tipo de cambio se había mantenido relativamente estable, fluctuando entre 540 y 550 colones por dólar. Conjuntamente, durante el segundo semestre del 2016 y el primer trimestre del 2017 el colón se depreció casi un 6%; significativamente por encima de la inflación anualizada de menos de un 1% durante ese mismo periodo. La tendencia se revirtió en julio del 2017 y desde ese momento hasta marzo del 2018, el tipo de cambio de cambio se ha revalorizado de 579 colones por dólar a 572 colones por dólar (gráfico 11).

Gráfico 11
Evolución del Tipo de cambio nominal) y FLAR

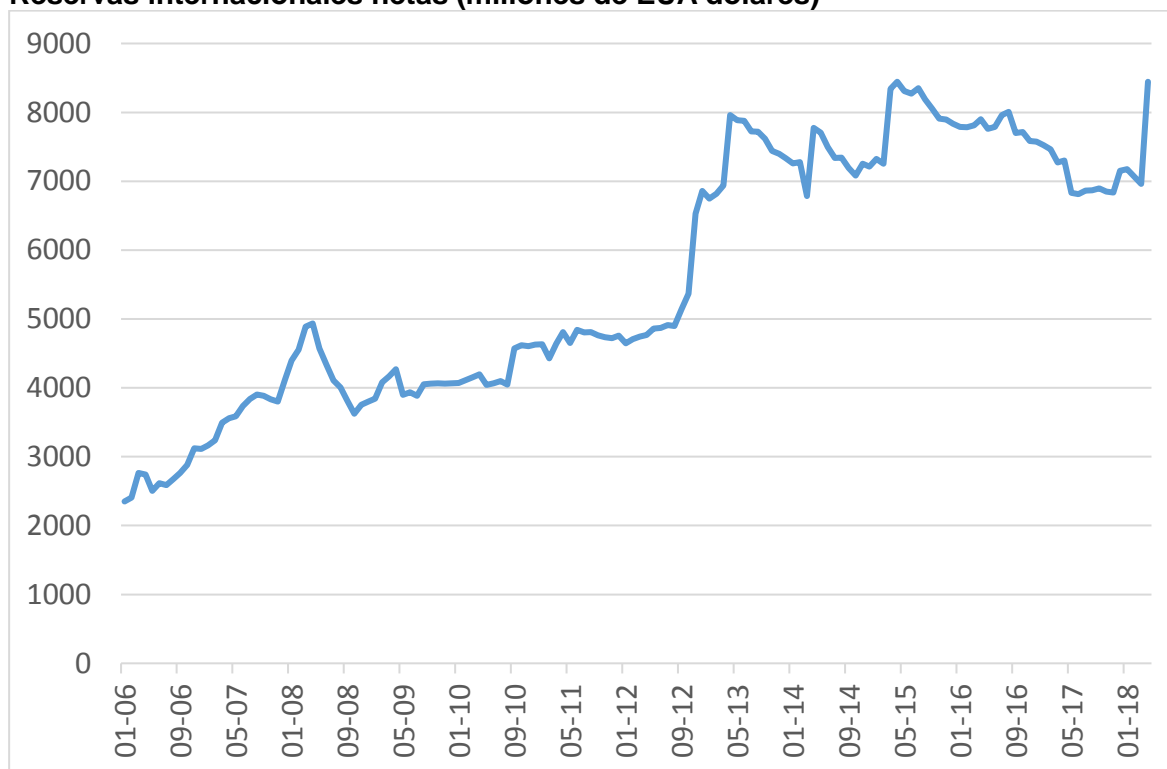


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica.

De acuerdo con el BCCR, las diferencias en la evolución del tipo de cambio durante el segundo semestre del 2016 y el primer semestre del 2017 respecto a los años inmediatamente anteriores fueron ocasionadas por: i) una mayor demanda de divisas, causada en parte por el alza en el nivel de las importaciones; ii) un incremento en las reservas de dólares mantenidas por los intermediarios cambiarios reduciendo de esta forma la oferta de dólares en el mercado cambiario; iii) mayores requerimientos de divisas por parte del sector público no bancario (SPNB), como se documenta con más detalle adelante; y iv) una menor ganancia en términos de intercambio, al reducirse el margen entre el tipo de cambio de compra y el tipo de cambio de venta (BCCR, 2017c).

Las Reservas Internacionales Netas (RIN), las cuales consisten en depósitos de moneda extranjera mantenidos por el BCCR, experimentaron importantes cambios durante los últimos años. Bajo el sistema de banda cambiaria, las RIN pasaron de 2.882 millones de EUA dólares en octubre del 2016, a 7.324 millones de EUA dólares en enero del 2017, hasta llegar a un nivel máximo durante el periodo de estudio de 8.444 millones de EUA dólares en abril del 2017. Dicha acumulación se debió a que el BCCR tuvo un mayor volumen en la intervención de la compra de divisas para evitar que el tipo de cambio se redujera por debajo del límite inferior de la banda, en comparación con las intervenciones de ventas de divisas destinadas a mantener el precio de la divisa por debajo de la banda inferior (gráfico 12).

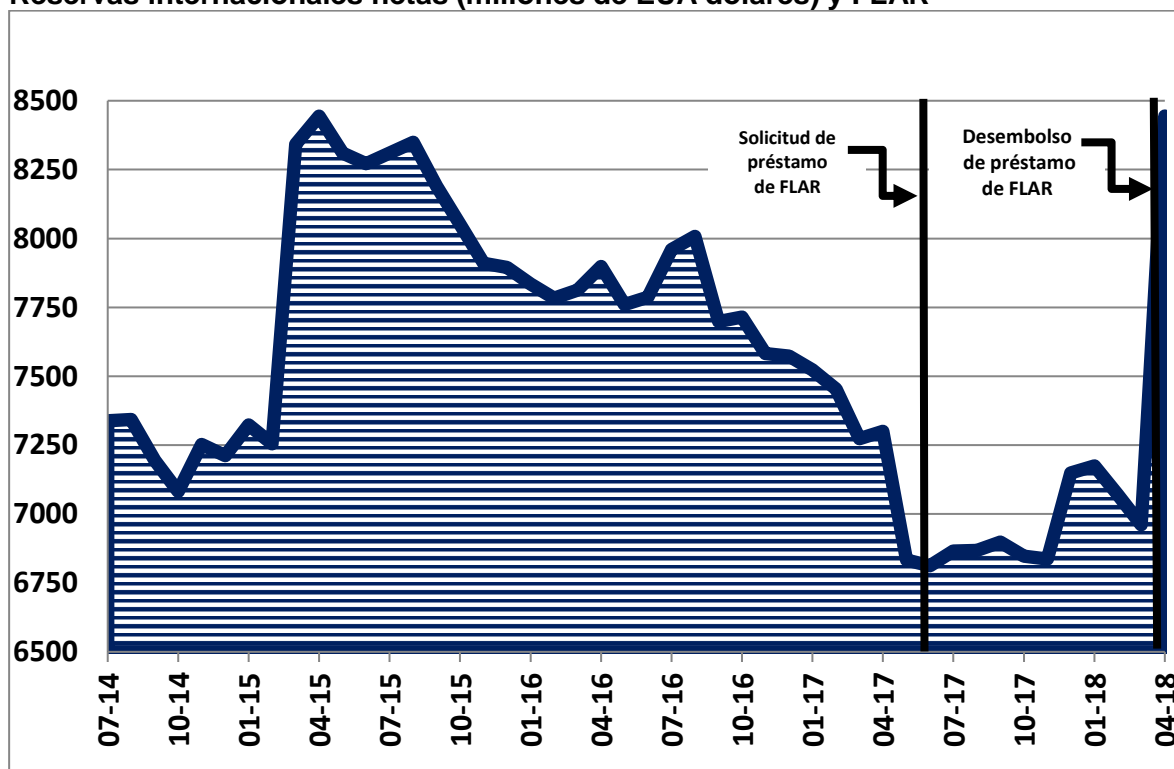
Gráfico 12
Reservas internacionales netas (millones de EUA dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central.

Durante los últimos tres años, la tendencia de las RIN se ha revertido: entre abril del 2015 y diciembre del 2016 se presentó una caída en las reservas de 870 millones de EUA dólares; mientras que a junio del 2017 las RIN se redujeron en 761 millones de EUA dólares adicionales, para situarse en 6.183 millones al final del segundo semestre del 2017. Al cierre del primer trimestre del 2018, las RIN se habían recuperado a un nivel de 8.474 millones de EUA dólares – monto que incluye el préstamo de 1.000 millones de EUA dólares que se obtuvo del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), girado el 9 de marzo del 2018, lo cual se detalla más adelante (gráfico 13).

Gráfico 13
Reservas internacionales netas (millones de EUA dólares) y FLAR



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

Ante los distintos incrementos en el tipo de cambio durante el primer semestre del 2017, el BCCR adoptó varias medidas con el fin de estabilizar el precio de la divisa, con esfuerzos destinados tanto a aumentar la oferta, como a reducir la demanda de dólares en la economía. Entre las acciones principales se encuentran: (i) Aumentar la TPM en 300 puntos base, entre abril y noviembre del 2017, con el objetivo de elevar el premio por ahorrar en colones, como se explica en la sección anterior; (ii) activar la intervención cambiaria “entre días”, utilizando para ello 1.000 millones de EUA dólares de sus activos de reservas; (iii) solicitar un crédito de apoyo de balanza de pagos al FLAR, por 1.000 millones de EUA dólares; dicho préstamo fue solicitado en junio del 2017 y aprobado el 2 de octubre del 2017 (BCCR, 2018). Los detalles sobre la participación de Costa Rica en el marco del FLAR se exponen en el Recuadro 2.

De acuerdo con el BCCR, el objetivo del préstamo del FLAR fue un fortalecimiento de RIN, a su vez una señal al mercado de que se tenía el “músculo” para atender los requerimientos de divisas de la economía. Con solo el anuncio, se moderó la tendencia a la depreciación del colón observada principalmente en mayo 2017. La decisión de contratar el crédito por consistía en fortalecer la posición de reservas internacionales y dar espacio a las medidas adoptadas por la entidad, en procura de la estabilidad macroeconómica del país.

Recuadro 2

Costa Rica y el Fondo Latinoamericano de Reservas

El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) es una organización financiera de carácter internacional conformada por Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Los principales objetivos de la organización son (FLAR, 2018):

- i) Brindar apoyo a la balanza de pagos por medio de créditos o garantías de préstamos de terceros a corto plazo para los países miembros.
- ii) Mejorar las condiciones de inversión en reservas internacionales realizadas por los países miembros.
- iii) Contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros.

Costa Rica es país miembro del FLAR desde el 3 de agosto del 2000, a través de la Ley 8008. Al 28 de febrero del 2018 había pagado un capital de 488 millones de EUA dólares, como parte del acuerdo suscrito entre las partes de contribuir 656 millones de EUA dólares.

El 2 de octubre del 2017 el FLAR aprobó un crédito a plazo de tres años por un monto de 1.000 EUA dólares, con el fin de incrementar el volumen de las reservas internacionales netas. Anteriormente, en el 2003, Costa Rica había obtenido un préstamo de 156 millones de EUA dólares para reestructurar su deuda externa.

El préstamo solicitado al FLAR tiene un plazo de tres años y se debe de saldar un interés equivalente a la tasa Libor a 3 meses más un margen máximo de 400 puntos base. A diferencia de créditos obtenidos en el pasado de otros organismos financieros, no impone ninguna condicionalidad sobre el accionar en materia de política económica; no obstante, dentro del acuerdo suscrito, se señala de forma explícita la urgencia de que Costa Rica reduzca su déficit fiscal.

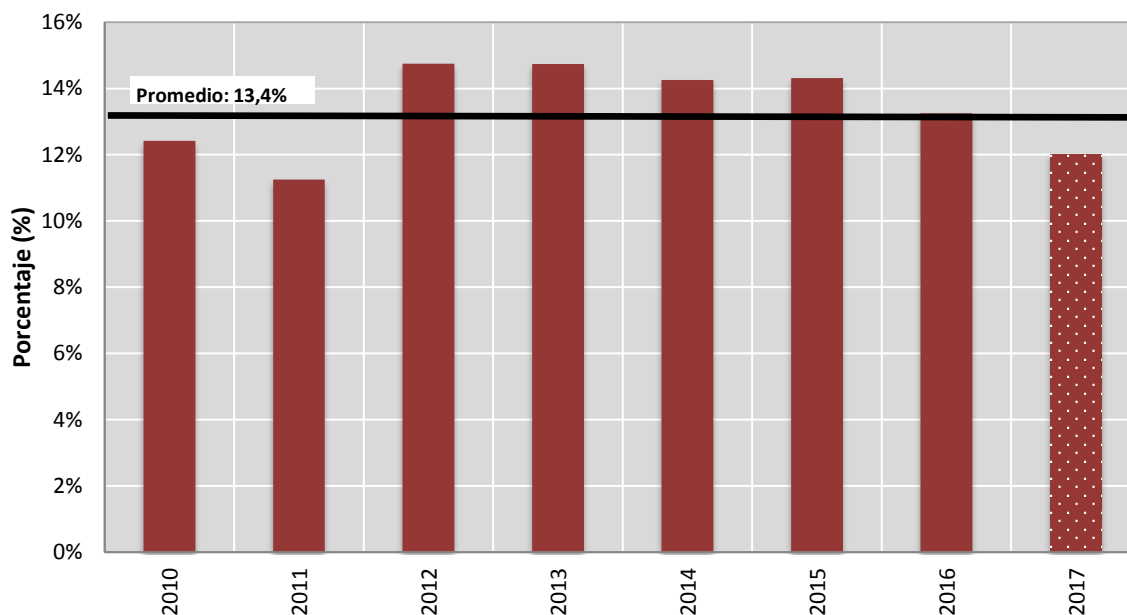
Más allá de la aprobación del crédito en octubre del 2017, el solo anuncio de la solicitud del préstamo en junio del 2017 vino acompañado de una leve apreciación de la moneda en los meses subsiguientes (gráfico 11) y de un alto a la caída en las RIN (gráfico 13). Por lo tanto, genero un efecto de credibilidad del BCCR en la intervención en el mercado cambiario.

El resultado del préstamo fue no sólo la intervención en el precio de la divisa, sino también regresar a un nivel de las RIN consistente con la coyuntura de la economía nacional y que disminuya la exposición a perturbaciones externas. Existen dos formas de establecer cuáles serían los requerimientos de RIN necesarios para mantener estabilidad en la balanza de pagos: una es a través de la relación de reservas con respecto al PIB, y la otra es basado en cuántos meses de importaciones (egresos de dólares) pueden ser financiados a través de las reservas.

De acuerdo con el Plan Estratégico del Banco Central 2015-2018, el nivel óptimo de las RIN se ubica en la actualidad entre 11% y 15% del PIB, aceptando fluctuaciones entre estos valores que resulten de las intervenciones del BCCR en el mercado cambiario

(BCCR, 2016). Durante los últimos 8 años, efectivamente, la relación entre el saldo de las RIN y la producción nacional ha sido de 13,4% y desde el 2012 no ha bajado del 12%, dentro del rango óptimo promulgado por el BCCR (gráfico 14).

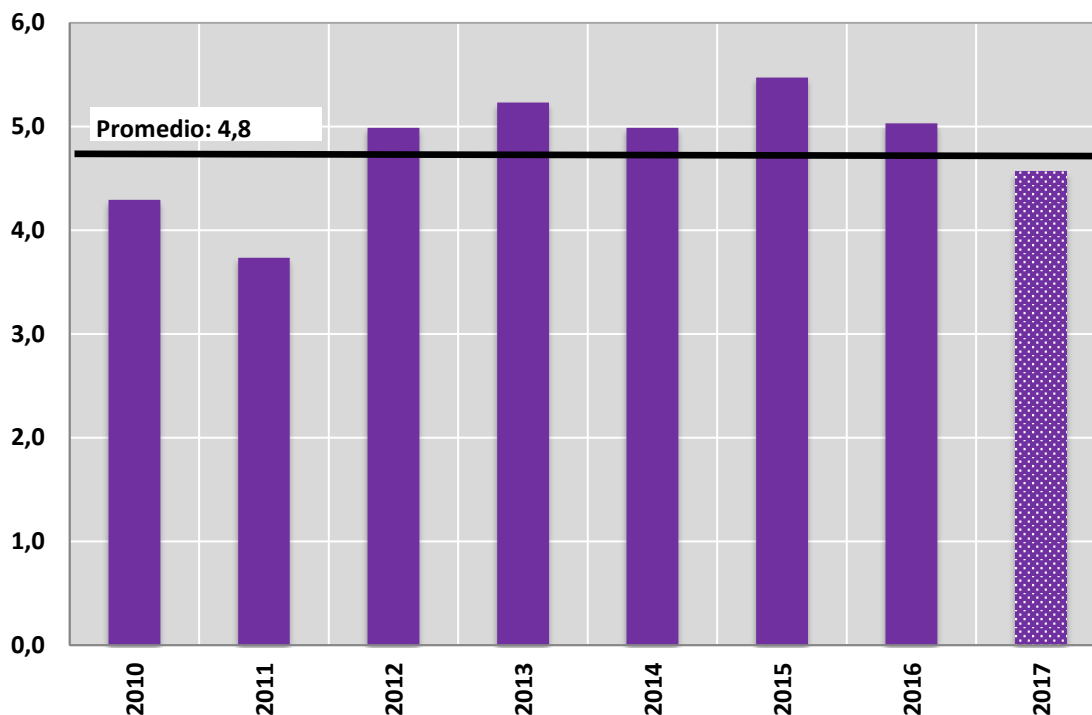
Gráfico 14
Reservas internacionales netas como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en cifras de BCCR. Datos preliminares para 2017.

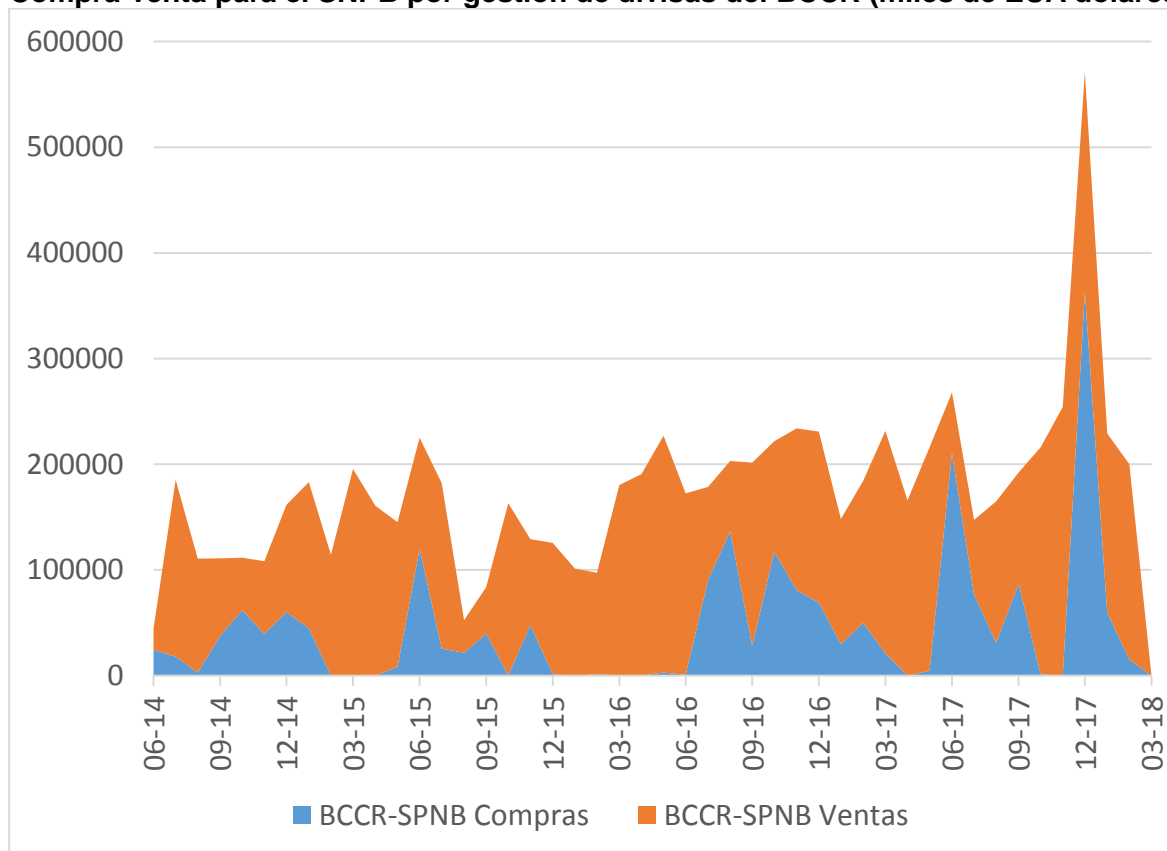
Alternativamente, es posible analizar el nivel de las RIN en relación con las importaciones del país (gráfico 15). En esta situación, se visualiza el uso de reservas para necesidades inmediatas de divisas. Para el caso de Costa Rica, el nivel promedio de los últimos 8 años es de 4,8 meses, y desde el 2012 se encuentra consistentemente por el valor de 4 meses recomendado para economías pequeñas y abiertas como la costarricense (Muñoz Salas y Tenorio Chaves, 2010).

Gráfico 15
Reservas internacionales netas (meses de importaciones cubiertos por reservas)



Fuente: Elaboración propia con base en cifras de BCCR. Datos preliminares para 2017.

Las intervenciones en el mercado de divisas por parte del BCCR en los últimos años se han destinado a evitar fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio; específicamente, en el caso de hubiera variaciones abruptas o que el tipo de cambio se alejara de su valor de equilibrio, sin que eso llevase a alterar su nivel natural. Específicamente, las operaciones de compra-venta entre el BCCR y el Sector Público no Bancario (SPNB) desde 2014 han tenido como objetivo reducir la volatilidad de la divisa y minimizar el riesgo cambiario para las instituciones (gráfico 16). No obstante, las reglas de intervención por parte del BCCR no son públicas y, por ende, no se establece bajo cuáles condiciones del precio de la divisa es que se realizan transacciones con el SPNB.

Gráfico 16**Compra-venta para el SNPB por gestión de divisas del BCCR (miles de EUA dólares)**

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

Las operaciones cambiarias del BCCR llevadas a cabo durante el primer semestre del 2017 fueron acompañadas por una reducción en las RIN. A partir del segundo semestre del 2017, el volumen de transacciones en compra de divisas fue similar al de las ventas, resultando en un mantenimiento del nivel de las RIN hasta finales del 2017. Finalmente, durante los primeros tres meses del 2018 se presentó un incremento sustancial en el volumen de transacciones (principalmente por concepto de compras de divisas durante el mes de enero del 2018).

4. Panorama para la política monetaria y cambiaria a partir del 2018

En marzo de 2018, Carlos Alvarado, entonces candidato a la presidencia por el Partido Acción Ciudadana y actual Presidente de la República, y Rodolfo Piza, entonces excandidato por el Partido Unidad Social Cristiana y actual Ministro de la Presidencia suscribieron un acuerdo previo a la segunda ronda electoral del 1 de abril del 2018, en el cual se anuncia un compromiso para lograr una mayor flexibilidad cambiaria y promulgar reglas claras de intervención por parte del BCCR.

Ello implica la posibilidad de que la nueva administración se enfoque en lograr una mayor movilidad al mercado cambiario, y que en un futuro cercano la política monetaria vaya a estar más ligada con la política fiscal. Asimismo, se espera que el BCCR modere el margen de acción en lo que corresponde a realizar operaciones de compra-venta con el

SPNB en materia cambiaria. Una posibilidad es reducir dicho margen para equilibrar las compras y ventas de divisas y, de esta forma, reducir la intervención por parte del BCCR.

Finalmente, es útil poner en perspectiva cuáles son los objetivos de estabilidad que debe de perseguir un banco central. Aún si se sigue un régimen de metas de inflación que busca velar por la estabilidad de precios, la estabilidad económica y financiera son primordiales, por lo que dentro de las tareas de la política monetaria se encuentra reducir el efecto de los choques de oferta y de demanda que puedan afectar la economía y el nivel de precios. En el caso del FED, el Banco Central de Japón y el Banco Central de Australia, entre muchos otros, los objetivos son tanto reducir la volatilidad de inflación alrededor de su meta, como mantener un crecimiento estable y sostenible. (Krause, 2017). No obstante, se debe reconocer que el BCCR no cuenta necesariamente con los instrumentos para reducir el desempleo, y realizar esa tarea podría ir en detrimento del objetivo principal de la política monetaria, que es velar por una inflación baja y por la convertibilidad de la moneda.

III. Observaciones Finales

1. Perspectivas internacionales

Las principales oportunidades que presenta el entorno internacional son un mayor crecimiento global proyectado para el 2018 y el 2019, y la continuación de políticas económicas laxas por parte de los principales socios comerciales de Costa Rica. Por otra parte, surgen amenazas como el incremento en los precios de bienes energéticos y materias primas, y la posibilidad de un repunte en las tasas de interés de las principales economías.

El crecimiento mundial se fortaleció en 2017 a 3,8%, con un notable repunte en el comercio mundial. Dicho fortalecimiento fue impulsado por una recuperación de la inversión en las economías avanzadas, un fuerte crecimiento continuo tanto en las economías emergentes de Asia como las de Europa del este; así como por signos de recuperación en varios exportadores de materias primas. Se espera que el crecimiento mundial aumente hasta el 3,9% para el 2018 y se sitúe en 3,7% durante el 2019, respaldado por condiciones de mercado favorables y políticas monetaria y fiscal que continúan siendo expansivas en Estados Unidos (International Monetary Fund, 2018). Las perspectivas de mayor crecimiento global propician una mayor demanda de bienes costarricenses en el extranjero, lo cual beneficia las acciones recientes del BCCR al eliminar las presiones en los precios y permitir que la demanda agregada nacional continúe creciendo aún a pesar del aumento en las tasas de interés.

La reducción significativa en los niveles de inflación en Costa Rica y a nivel mundial durante el 2015 y el 2016 fue resultado de la caída de precios del petróleo y del precio de otras materias primas. Recientemente, esta tendencia se ha revertido. Entre agosto del 2017 y febrero del 2018 se presentó un aumento de un 27% en el precio promedio para Europa y Estados Unidos del petróleo, y un aumento de 45% en el precio del gas natural. Por otra parte, el indicador de precios de los metales presentó un incremento de 8,3% entre agosto del 2017 y febrero del 2018, mientras que el índice de precios agrícolas

subió un 4,1%. (Naciones Unidas, 2018) El repunte del crecimiento global genera presiones aún mayores sobre dichos precios, y en Costa Rica, como país importador neto de materias primas y bienes energéticos, se le debe dar un seguimiento cercano a la evolución de los precios de la energía y las materias primas, para proseguir el objetivo de estabilidad de precios, y una meta de inflación alrededor del 3% anual en el mediano plazo.

Finalmente, un riesgo siempre presente es el de un incremento importante en las tasas de interés en los Estados Unidos y en la Zona Euro. Cabe destacar que dichos cambios se han llevado a cabo en forma paulatina, pero existen indicios hacia mayores alzas en el futuro. Las autoridades monetarias del Banco de la Reserva Federal en Estados Unidos consideran que el sólido crecimiento económico ha aumentado la confianza de que la economía esté lista para tasas de interés más altas en el mediano plazo (The New York Times, 2018). Por su parte, existen presiones de varios bancos nacionales del Eurosistema para que el Banco Central Europeo incremente sus tasas de interés a partir del 2019 por primera vez desde el advenimiento de la crisis financiera del 2007-2009 (The Wall Street Journal, 2018). La experiencia reciente sugiere que dichos aumentos serían moderados; no obstante, la expectativa de alzas en las tasas de política monetaria en Estados Unidos y Europa se puede traducir en incrementos adicionales tanto en las tasas pasivas como las tasas activas en moneda extranjera, con los subsecuentes efectos sobre los agentes económicos en Costa Rica.

2. Perspectivas domésticas

Durante los últimos años Costa Rica ha mostrado una estabilidad de precios consistente con la adopción oficial de un esquema flexible de meta explícita de inflación. La adopción de este esquema no implica cambios drásticos en materia monetaria, dado que el BCCR ha realizado una transición gradual hacia este esquema, al tiempo.

La estabilidad interna de precios se ha visto fortalecida por el hecho de que el BCCR ha venido reduciendo gradualmente su déficit financiero: en el 2017 fue equivalente a 0,42% del PIB, en comparación al 0,58% del 2016, y siguiendo la tendencia hacia la baja durante los últimos años. Esto ha sido un resultado de mayores ingresos por concepto de activos externos y menores gastos por operaciones de mercado abierto y gestión de liquidez (BCCR, 2018). Niveles más bajos en el déficit están asociados con una menor necesidad de esterilizar las transacciones cambiarias que generan un incremento de la liquidez, como es el caso de la compra de dólares en el mercado cambiario.

Aunque el país mantiene una estabilidad monetaria, existe dos vulnerabilidades importantes: i) la desacumulación de reservas monetarias internacionales durante el primer semestre de 2017 y ii) las presiones sobre las tasas de interés generadas por el creciente déficit fiscal. La reducción en las reservas internacionales netas y la deprecación del tipo de cambio, notables durante el primer semestre del 2017, fueron eventualmente contrarrestadas a través de aumentos en las tasas de interés en moneda nacional y por la aprobación del crédito solicitado al FLAR. No obstante, los cambios en la composición de la demanda de divisas que propiciaron la necesidad de estas medidas

podrían resurgir en un futuro en donde no se pueda ajustar la TPM o el nivel de reservas de la misma forma en que se hizo durante el 2017.

Finalmente, la elevada dolarización de los préstamos continúa siendo una preocupación para el BCCR, en vista de los riesgos que conlleva para el sistema financiero y, consecuentemente, para la estabilidad económica. En el 2017, el 70,4% del saldo principal de la deuda en dólares (¢8,2 billones) correspondía a deudores no generadores de dólares, los cuales estarían mayormente expuestos al riesgo cambiario. Si bien es cierto que esto constituyó una baja en siete puntos porcentuales con respecto al año anterior, constituyen una fracción muy elevada dentro del total de crédito (El Financiero, 2017).

IV. Bibliografía

Acuerdo Gobierno Nacional Piza Alvarado. 2018. Gobierno Nacional: Acuerdo por la Esperanza, la Equidad y el Desarrollo. Marzo 2018.

Banco Central de Costa Rica. 2016. Informe de Inflación. San José, Costa Rica. Diciembre 2016.

Banco Central de Costa Rica. 2017a. Informe de Inflación. San José, Costa Rica. Diciembre 2017.

Banco Central de Costa Rica. 2017b. Estrategia de Emisión de Bonos II Semestre 2017. San José, Costa Rica.

Banco Central de Costa Rica. 2017c. Programa Macroeconómico 2016-2017. San José, Costa Rica, Febrero 2017.

Banco Central de Costa Rica. 2018. Programa Macroeconómico 2017-2018. San José, Costa Rica, Enero 2018.

Barquero Romero, José Pablo. 2013. Costos y beneficios de reducir la inflación en Costa Rica. Documento de Investigación DI-08-2013 Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica, San José, Costa Rica.

Corrales, Gerardo. 2016. La eficiencia operativa de la banca costarricense y su impacto sobre la rigidez en las tasas de interés. Ponencia preparada para el XXII Informe Estado de la Nación 2015. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica.

El Financiero. 2017. Préstamos en dólares a no generadores de divisas pierden dinamismo. Junio 2017.

Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC). 2018. Indicadores de Incidencia de Inflación por Grupo de Ingreso.

International Monetary Fund. 2018. World Economic Outlook. Update, Abril 2018.

Krause, Stefan. 2017. Situación Monetaria en Costa Rica (2016). Ponencia preparada para el XXIII Informe Estado de la Nación 2016. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica.

Lankester, Valerie. 2015. Análisis de la política monetaria del 2014. Ponencia preparada para el XXI Informe Estado de la Nación 2014. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica.

Muñoz Salas, Evelyn y Tenorio Chaves, Edwin. 2010. Un modelo para estimar el nivel óptimo de reservas monetarias internacionales para Costa Rica. Documento de Investigación 01-2010, Banco Central de Costa Rica, San José, Costa Rica.

Naciones Unidas. 2018. Situación y Perspectivas de la Economía Mundial 2018. Development Policy & Analysis Division.

SUGEF 2017. Reporte sobre Encaje Mínimo Legal. https://www.sugef.fi.cr/reportes/indice_de_reportes/EncajeMinimo.html

The New York Times. 2018. Fed Officials Say Economy Is Ready for Higher Rates. Febrero del 2018.

The Wall Street Journal. 2018. Draghi Under Pressure to Raise ECB Interest Rates in Middle of Next Year. Marzo del 2018.

Valverde Obando, Gisella. 2017. Déficit fiscal, tasas de interés e inflación: aplicación de un modelo VAR. Documento de Trabajo. Ministerio de Hacienda, San José, Costa Rica.

Villamichel, Pablo. 2013. Tasas de interés variables y la transición a un sistema de metas de inflación. Ponencia preparada para el XIX Informe Estado de la Nación 2012. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica.

Villamichel, Pablo. 2015. Análisis de 20 años de competencia en el sector bancario costarricense. Ponencia preparada para el XXI Informe Estado de la Nación 2014. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica.

World Bank 2018. World Bank Commodities Price Data (The Pink Sheet).