

DECIMONOVENO INFORME
ESTADO DE LA NACIÓN EN DESARROLLO
HUMANO SOSTENIBLE

Informe Final

**Principales Resultados y Limitaciones de la Política
Monetaria y Cambiaria en el 2012**

Investigador:

Isaac Castro Esquivel

Setiembre, 2013



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

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	3
COMPORTAMIENTO DE L INFLACIÓN, TIPO DE CAMBIO Y TASAS DE INTERESES LOCALES	3
<i>Inflación</i>	3
Los factores que influyeron en el logro de una baja inflación.....	5
El peso de estos factores en la dinámica inflacionaria.....	10
Evolución del índice de precios de bienes regulados y no regulados, así como de transables y no transables.....	11
Los factores que vulneran el logro de una inflación menor a la meta.....	13
<i>Tipo de cambio.....</i>	15
La economía opera con un tipo de cambio fijo.....	18
Implicaciones para la economía costarricense.....	19
<i>Tasas de interés</i>	20
Los factores externos e internos que explican el aumento de las tasas de interés.....	24
¿Existe menor responsabilidad de las tasas de interés de cargar con el ajuste?	26
Efectos microeconómicos de la volatilidad en las tasas de interés.....	27
LA ESTABILIDAD MONETARIA Y SU CONTRIBUCIÓN A LA EFICIENCIA Y ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO	31
<i>Evolución de los márgenes de intermediación.....</i>	32
<i>Los factores que inciden en estos márgenes</i>	33
<i>Seguimiento al comportamiento del crédito</i>	35
LOS COSTOS DE DEFENDER UN TIPO DE CAMBIO EN TÉRMINOS DEL MANEJO MONETARIO O PRUDENCIAL	37
<i>La inconsistencia temporal de la política.....</i>	37
<i>Regresión en la histórica.....</i>	39
Uso de controles de capital.....	39
Regreso a las restricciones de crédito	40
<i>Los costos que emergen</i>	41
RIESGOS QUE ENFRENTA EL BCCR PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MONETARIA.....	42
<i>Riesgos de la política monetaria en el contexto actual</i>	43
<i>Los riesgos que muestran una mayor incidencia.....</i>	44
CONCLUSIONES.....	45
BIBLIOGRAFÍA.....	46

Descriptores

Inflación, tasa de interés, tipo de cambio, meta de inflación, margen de intermediación, política monetaria, política cambiaria, régimen cambiario, inconsistencia temporal de la política.

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo general de esta ponencia es analizar los logros y limitaciones de la política monetaria y cambiaria que se aplica actualmente en Costa Rica. El 2012 se caracterizó por observar un cumplimiento del objetivo inflacionario, así como una relativa estabilidad del tipo de cambio, pero con una presión al alza de las tasas de interés que se revirtió en el último trimestre de dicho año. El logro por cuarto año consecutivo de un nivel bajo de inflación parece obedecer a un proceso de transición de una inflación de largo plazo a otra, el cual consiste de pasar de una inflación de dos dígitos a una de un dígito, consecuencia de un mejor control de la oferta monetaria por parte de la autoridad monetaria, aunado a la no existencia de presiones de demanda, la estabilidad del tipo de cambio, una reducción de las expectativas de inflación y el comportamiento de los precios internacionales de las materias primas y alimentos. En este contexto, se observa un leve deterioro de la eficiencia y estabilidad del sistema financiero, y una inconsistencia temporal de la política monetaria y cambiaria. Ante este panorama la autoridad monetaria enfrenta riesgos que le pueden dificultar el logro de mantener la estabilidad monetaria, dentro de los cuales están una reversión de las expectativas de los agentes económicos y un deterioro del balance de la autoridad monetaria y del gobierno.

COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN, TIPO DE CAMBIO Y TASAS DE INTERESES LOCALES

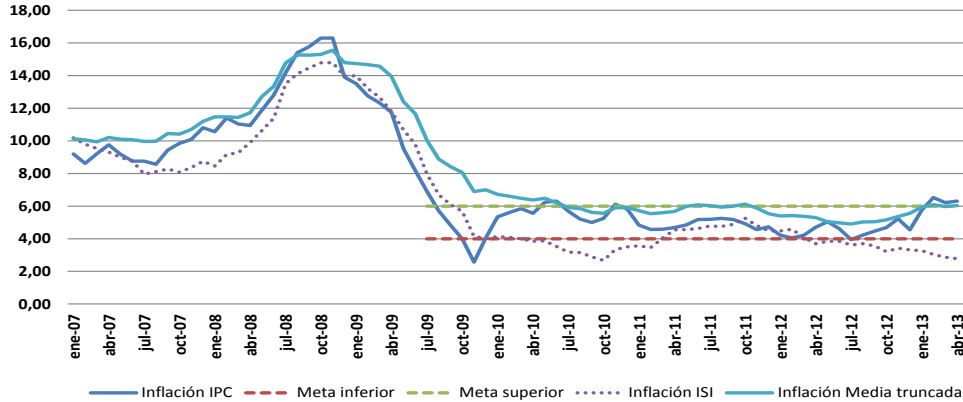
Durante el 2012, la inflación registrada se ubicó dentro del rango de objetivo inflacionario establecido por el Banco Central de Costa Rica (BCCR), el tipo de cambio alcanzó niveles similares al límite inferior de la banda desde inicios de agosto de 2012 y la tasa de interés mostró un comportamiento ascendente para luego revertir su comportamiento, contrario a la situación de estabilidad observada en el 2011. A continuación se describen los aspectos, observados y registrados en el 2012, que están relacionados con la evolución de la inflación, tipo de cambio y tasas de interés.

Inflación

Durante la mayoría de meses del 2012, la inflación interanual¹ en Costa Rica se ubicó por debajo de la meta central de inflación (5%) establecida por el BCCR, pero siempre por encima del límite inferior del rango de meta determinado (4%-6%).

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

Gráfico 1
Costa Rica: Inflación interanual (%)



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

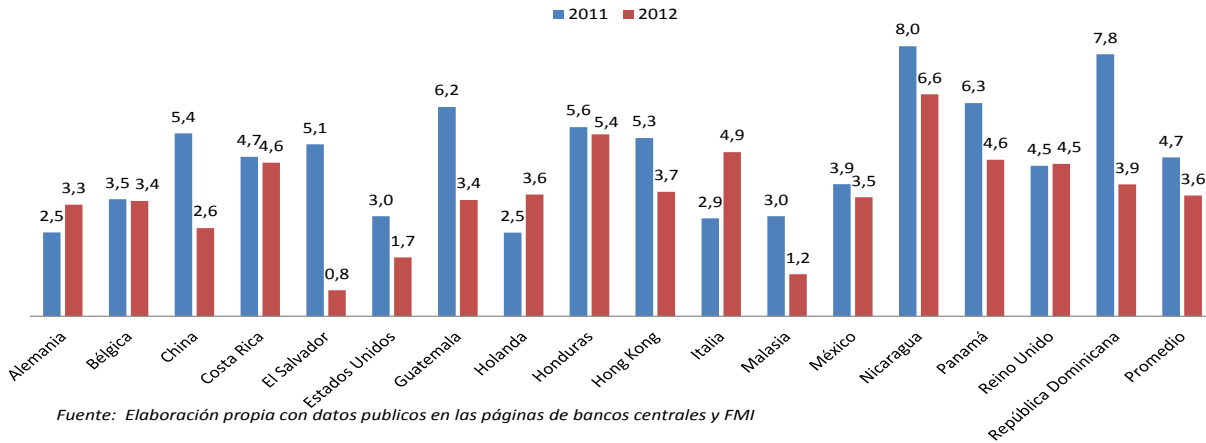
A diciembre de 2012 la inflación interanual cerró en 4,55% y por ende es el cuarto año consecutivo en que el dato observado está acorde con el objetivo propuesto en los programas macroeconómicos de la autoridad monetaria del país.

Por su parte, la inflación interanual de mediano y largo plazo² se ha ubicado dentro del rango meta desde octubre de 2009 para el ISI y desde julio de 2010 para el IMT, por tanto ambas medidas han sido congruentes con el objetivo inflacionario y muestra el esfuerzo por alcanzar una inflación local más cercana a la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales del país (entre 3% y 4%)³.

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

³ El BCCR reiteró “su compromiso de buscar, en el mediano plazo, la convergencia de la inflación local hacia la de largo plazo de los principales socios comerciales”. Ver BCCR Programa Macroeconómico 2013-14, página 6.

Gráfico 2
Inflación: Principales socios comerciales (%)
 -variación interanual del IPC-



Al comparar el nivel de inflación registrado de los principales socios comerciales del país⁴ con el dato observado en Costa Rica, se concluye lo siguiente: a) que la inflación promedio simple de los principales socios comerciales durante el 2012 se ubicó en el 3,5%, b) que si se utiliza el IPC, el país se sitúa por encima de este promedio, con lo cual en términos de política monetaria implica la implementación de una política restrictiva y c) que si por el contrario se utiliza el ISI, el país está por debajo de dicho promedio, con lo cual el país tiene más grados para relajar la ejecución de la política monetaria.

Los factores que influyeron en el logro de una baja inflación

El BCCR ha señalado que dentro de su meta estratégica esta “avanzar, gradual y ordenadamente, hacia un esquema monetario de metas de inflación, en procura de ubicar la inflación, en el largo plazo, en niveles similares a los que presentan los principales socios comerciales del país (entre 3% y 4% anual)”⁵.

Dentro del avance está la redefinición de la Tasa de Política Monetaria (TPM) como meta operativa⁶ y un corredor de tasas de interés alrededor de la TPM⁷, de forma que esta tasa de interés se ha consolidado como uno de los principales instrumentos de política monetaria del BCCR, pues el mercado financiero cuenta con una importante

⁴ De conformidad con las cifras publicadas en www.procomer.com, un 86,42% de las exportaciones realizadas durante el 2012 por Costa Rica tuvieron como destino los países indicados en el gráfico 2, mientras que las importaciones representan un 54,5%.

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

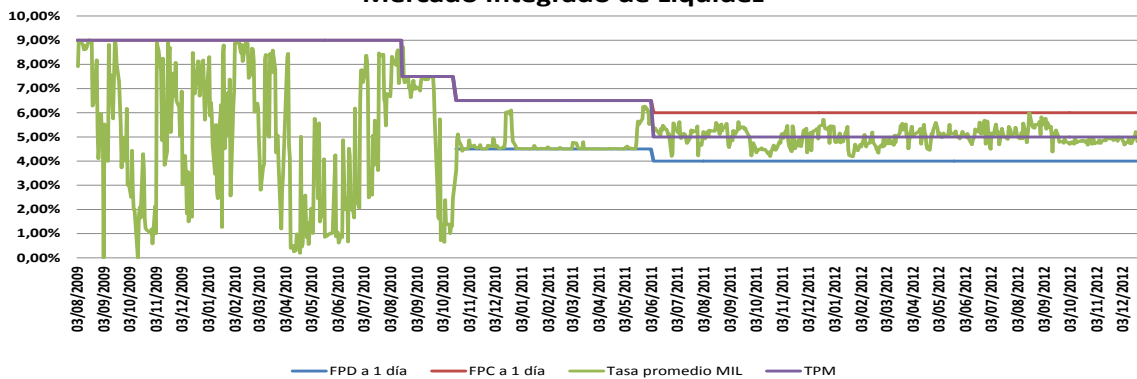
⁶ En sesión 5499-2011 del 1° de junio del 2011, la Junta Directiva del BCCR aprobó la nueva estrategia de control monetario para consolidar la TPM como el principal instrumento de su política.

⁷ El cual implica que la tasa de interés interbancaria del mercado de dinero funcionará dentro de un corredor conformado por la tasa de interés de la facilidad permanente de crédito a un día plazo y la tasa de interés de depósito a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).

referencia de corto plazo para realizar la fijación de precios de otros activos financieros con una mayor duración.

Al observar el comportamiento de la tasa de interés del Mercado Integrado de Liquidez (MIL)⁸, a la cual se pactan operaciones de liquidez entre instituciones financieras, desde junio del 2011 en adelante se observa que la tasa de interés a un día ya no muestre la volatilidad registrada con anterioridad de la adopción de la nueva estrategia de control monetario. Esto implicó una mejora en la gestión de tesorería de las instituciones financieras, pues estos ya no tuvieron que almacenar grandes dotaciones de liquidez para hacer frente a sus obligaciones, principalmente, porque contaron con la posibilidad de acudir a otros intermediarios financieros o al mismo BCCR, para cerrar cualquier brecha negativa de liquidez.

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



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

Uno de los efectos que tiene la adopción e implementación de una meta operativa, como la tasa de interés de corto plazo, es “un manejo más eficiente de los agregados monetarios líquidos, lo que contribuye a reducir la posibilidad de observar un desequilibrio monetario, que pudiese poner en riesgo el cumplimiento del objetivo inflacionario y por ende contribuye al logro de inflaciones de un dígito”⁹. Debido a que una estabilidad en la tasa de interés interbancaria implica que también hay una estabilidad en los agregados monetarios y por ende menos posibilidad de observar un desequilibrio entre la oferta monetaria y la demanda de dinero.

¿Qué evidencia existe de un manejo más eficiente de los agregados monetarios? Para dar respuesta a esta inquietud, es necesario indicar que los pasivos monetarios y cuasimonetarios son el resultado de restar a los activos, el resto de pasivos y cuentas

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

⁹ Ver Castro (2012), página 8.

de patrimonio del BCCR¹⁰. De tal forma que cualquier incremento en los activos del BCCR incrementará los pasivos monetarios y cuasimonetarios “y hará que se eleve la oferta monetaria a menos que haya una compensación mediante un incremento similar en los pasivos (...) o en su cuenta de capital”¹¹.

Cuadro 1
Variación de las cuentas del Balance del BCCR
-millones colones-

	2012	2011	2010	2009
Variación de los activos del BCCR	958.549,12	151.703,20	49.552,70	198.499,23
Variación del resto de pasivos	833.876,66	34.880,28	93.415,71	-34.748,65
Variación del patrimonio	-152.645,17	-120.441,57	-80.596,65	-46.831,71
Variación en pasivos monetarios y cuasimonetarios	277.317,63	237.264,49	36.733,64	280.079,58
Tasa variación de pasivos monetarios y cuasimonetarios	11,66%	11,19%	1,85%	15,35%
Tasa de variación del PIB nominal	9,30%	8,70%	13,30%	7,30%
Tasa de variación real de pasivos monetarios y cuasimonetarios	2,16%	2,29%	-10,11%	7,51%

Fuente: Elaboración propia con datos del Balance de Situación del BCCR

Como se aprecia en el cuadro 1, para el caso costarricense la variación en los pasivos monetarios y cuasimonetarios, se debe tanto al incremento de los activos del BCCR como al deterioro del patrimonio de la autoridad monetaria. Dicho deterioro es consecuencia del persistente déficit financiero mostrado por el BCCR desde la década de ochenta y el cual “constituye una de las fuentes estructurales de desequilibrio monetario que explica en el largo plazo la inflación en la economía costarricense”¹².

Sin embargo, esa fuente estructural de desequilibrio monetario ha sido menor en los últimos años, concretamente desde el 2010, con lo que la oferta monetaria ha crecido menos que en años anteriores. La tasa de variación nominal de estos pasivos monetarios y cuasimonetarios fue muy baja en el 2010, con lo cual en términos reales mostraron una variación negativa, mientras que para los dos años siguientes, a pesar del crecimiento nominal de los pasivos monetarios y cuasimonetarios, su crecimiento real ha sido inferior al crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB).

Por tanto, se puede argumentar que la economía costarricense ha experimentado la transición de una inflación de largo plazo a otra, es decir ha pasado de una inflación de

¹⁰ Un activo para un banco se origina de aquellas operaciones en la que busca generar una fuente de ingresos, mientras que un pasivo se origina con aquellas operaciones por medio de las cuales se financia y por ende por las cuales se compromete a futuro. Si se parte de la identidad contable, activos igualan la suma de pasivos y patrimonio, se puede realizar un arreglo para establecer que $PM = A - RP - P$, donde (PM) son los pasivos monetarios y cuasimonetarios, (A) los activos, (RP) el resto de pasivos y (P) las cuentas de patrimonio.

¹¹ Ver LeRoy y Pulsinelli (1992), página 261.

¹² Ver BCCR (2012), Informe de Inflación Setiembre 2012, página 40.

dos dígitos a una de un dígito. Y por ende, que se está en “el caso en el que se produce una desaceleración monetaria. Aunque el nivel de precios no tiene por qué experimentar un salto descendente, la transición debe traer consigo un período en el que los precios aumenten proporcionalmente menos que el dinero”¹³.

Sin embargo, en el último año se observa un fuerte incremento de los activos del BCCR, el cual fue compensado en parte por un aumento del resto de pasivos de la autoridad monetaria. Este acrecentamiento se produce principalmente por el incremento de pasivos relacionados con la cuenta *Valores Emitidos con Residentes* y la cuenta *Depósitos del Gobierno Central* en el BCCR.

En la primera cuenta se registran los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) y cuyo aumento buscó esterilizar el exceso monetario que se produjo a finales del 2012 debido a la entrada de flujos de capital, mientras que la segunda cuenta aumentó como consecuencia de la colocación a nivel internacional de obligaciones por parte del Ministerio de Hacienda (MH), los denominados eurobonos. Este comportamiento observado durante el último trimestre del año anterior¹⁴, se convierte en un factor de riesgo para llevar a cabo esa transición de una inflación de largo plazo a otra.

Se señaló que ante una desaceleración monetaria es de esperar que se experimente un proceso de transición de una inflación de largo plazo a otra, lo cual explica porque la economía costarricense ha logrado inflaciones de un dígito. No obstante, existen otros factores que complementan el alcance de bajos niveles de inflación o inciden para el logro de una menor inflación. Dentro de estos factores se pueden señalar los factores externos ligados a la evolución que mostraron los precios internacionales del petróleo y alimentos, la ausencia de presiones de demanda, la estabilidad que continúa mostrando el tipo de cambio y el alineamiento de las expectativas de inflación con el objetivo inflacionario.

La volatilidad observada en los precios de las materias primas y alimentos a nivel internacional, parece que se ha trasladado a los precios domésticos con cierto rezago. Durante los primeros meses del año 2012, se registró un incremento en los precios de las materias primas y alimentos. Los precios de las materias primas se incrementaron como respuesta a la presión de demanda de economías emergentes, mientras que los precios de los alimentos se vieron presionados por la situación de sequía experimentada a mediados del 2012 en los Estados Unidos, que puso en riesgo la cosecha de trigo, maíz y soya. Para el caso concreto del petróleo, su precio mostró un incremento debido al aumento de las tensiones respecto a Irán y su programa nuclear. Estos aumentos se revirtieron una vez que se moderó el crecimiento de los países emergentes, se mejora la situación climática en los Estados Unidos y se redujeron las tensiones geopolíticas relacionadas con el petróleo. Sin embargo, el comportamiento observado en los precios regulados domésticos sugiere que estos recogieron este ajuste con un semestre de rezago y evitan que la inflación de corto plazo sea menor.

¹³ Ver Barro, Grilli y Febrero (1997), página 194.

¹⁴ Durante el primer trimestre del 2013, se ha observado un comportamiento similar al registrado en el último trimestre del 2012.

Al realizar una comparación entre el nivel de producto real registrado en el 2012 y el nivel de producto real hipotético¹⁵, como indicador del nivel de producto potencial de la economía costarricense, se tiene que para el 2012 aunque menor aún persiste un déficit en el PIB real de 151.961 millones de colones de 1991, lo cual equivale a un 5,97% del nivel hipotético de la producción. Con lo cual, la existencia de esta brecha de producto reduce las presiones de demanda agregada sobre los precios internos¹⁶.

Por otra parte, la estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio; ha provocado que el índice de incidencia¹⁷ no haya sido utilizado por el sector productivo en la fijación de los precios de sus productos y servicios. En otras palabras, a pesar de que el índice de incidencia puede oscilar entre 0 y 1, independientemente del valor que tome, ante un tipo de cambio que no se ha modificado sustancialmente, las empresas no han tenido la necesidad de incorporar en los precios de los bienes y servicios variaciones del tipo de cambio, pues han sido muy bajas e incluso con variaciones leves a la baja.

Adicionalmente, las expectativas de inflación se ubican desde inicios del segundo semestre del 2012 dentro del rango de objetivo inflacionario establecido por el BCCR (ver gráfico 4), con lo cual “es destacable el hecho de que la percepción del público sobre la inflación futura converja a la meta del Banco Central, pues ello refuerza la credibilidad en el compromiso de la Institución en mantener la inflación baja y estable”¹⁸.

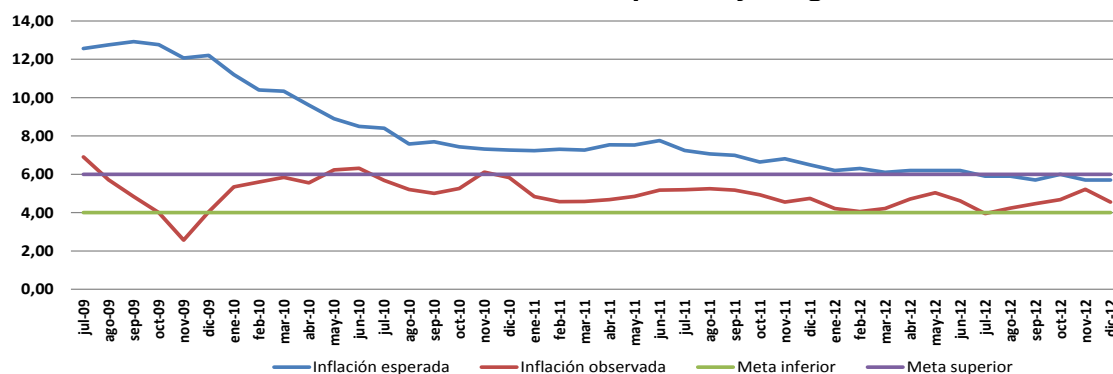
¹⁵ Este es el nivel de producto que se obtendría con una ocupación plena de los factores productivos, para el cálculo de este nivel de producto real hipotético se utiliza la técnica empleada en la ponencia preparada para el Estado de la Nación, denominada *Principales resultados y limitaciones de la política monetaria y cambiaria en el 2011*, ver Castro (2012), página 9. Esta técnica consiste en determinar un nivel de producto anterior a una recesión, aplicar la tasa de crecimiento potencial y comparar con el nivel de producto observado en la economía, para determinar la diferencia.

¹⁶ El BCCR ha publicado que la capacidad instalada se encuentra cerca de su límite. Si esta situación se adecuada más a la realidad, que lo expresado en esta ponencia, entonces este factor si se convertiría en una presión de demanda y presionar la inflación al alza.

¹⁷ Este índice consiste en la capacidad de una “empresa de transmitir al cliente las variaciones de los tipos de cambio” a los precios de los bienes deseados y comprados por los clientes, Ver Kozikowski (2007), página 402.

¹⁸ Ver BCCR (2012), Informe de Inflación Setiembre 2012, página 3.

Gráfico 4
Costa Rica: Inflación observada, inflación esperada y rango de meta de inflación.



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

A parte de reforzar la credibilidad en la política monetaria del BCCR, el que los agentes económicos alineen la tasa de inflación esperada dentro del rango de meta inflacionario, implicará que “durante algún tiempo, el público llega a esperar esa tasa, la cual termina incorporándose a las instituciones de la economía”¹⁹. En otras palabras, los trabajadores y los empresarios firmarán contratos que tomarán como referencia la meta de inflación del BCCR, con lo cual no se producirán divergencias entre lo programado por la autoridad monetaria y el comportamiento de los agentes económicos.

El peso de estos factores en la dinámica inflacionaria

Milton Friedman señaló que “la inflación es siempre en todos lados un fenómeno monetario”²⁰, entonces indudablemente en el proceso de desinflación que ha experimentado el país en los últimos cuatro años, se puede argumentar que una parte corresponde a la desaceleración monetaria llevada a cabo por parte del BCCR en los últimos años, lo que ha permitido mantener controlado el crecimiento de los pasivos monetarios y cuasimonetarios, y por ende, de la oferta monetaria durante el periodo 2009-2011.

Sin embargo, en teoría económica se ha argumentado que otra fuente de inflación, es la inflación de demanda, la cual “consiste esencialmente en la existencia de demasiado gasto monetario que choca con la limitada oferta de bienes que se pueden producir en el nivel de pleno empleo”²¹. Como se indicó anteriormente, en el país aún persiste una brecha de producto, es decir, el nivel de producto observado es inferior al nivel de producto potencial que puede alcanzar la economía costarricense, con lo cual esta fuente de inflación solo tiene peso en no ejercer presión sobre los precios internos.

¹⁹ Ver Samuelson y Nordhaus (1989), página 291.

²⁰ Ver Friedman (1968), página 29.

²¹ Ver Samuelson y Nordhaus (1989), página 292.

Por último, una fuente adicional de inflación estudiada en la teoría económica, es la inflación de costos, que es “cuando los costos presionan al alza sobre los precios incluso en los periodos en que los recursos están subempleados”²². Un elemento que ha incidido a favor de una baja inflación es que el índice de incidencia no ha sido utilizado por el sector productivo, sin embargo un elemento que inhibe una menor inflación es lo acontecido con los factores externos, precios de las materias primas y petróleo y su rezago en los precios domésticos, los cuales ya han afectado la dinámica de los precios regulados, pero que aún no han modificado la dinámica de los precios de los bienes producidos por la industria manufacturera para el mercado interno²³.

Evolución del índice de precios de bienes regulados y no regulados, así como de transables y no transables

En este contexto de desaceleración monetaria junto con los factores no monetarios, cabe plantear la interrogante de si la transición de una inflación de largo plazo a otra, es una situación generalizada u observada en los diferentes componentes en que se desglosa el IPC.

Del cuadro 2, se desprende que salvo lo acontecido el año anterior en el grupo *Bebidas Alcohólicas y cigarrillos*²⁴, como en el grupo *Alquiler y servicios de vivienda*²⁵, el resto de los índices de los grupos que componen el IPC han mostrado un comportamiento descendente en sus tasas de variación anual. Que a su vez ha permitido que dichas tasas de variación se ubiquen dentro del rango meta que ha establecido el BCCR para su objetivo inflacionario.

Por tanto, se puede afirmar que la mayoría de los grupos que conforman el IPC han mostrado una transición de una inflación de largo a plazo a otra. Es decir, la disminución en el ritmo de crecimiento de los precios es una situación generalizada y no responde a ningún efecto en particular ni coyuntural de aquellos grupos del IPC que tienen un mayor peso significativo. Sin embargo, llama la atención el comportamiento del grupo *Alquiler y servicios de vivienda*, como el de *Educación*, los cuales muestran variaciones anuales por encima de la variación del IPC.

²² Ver Samuelson y Nordhaus (1989), página 293.

²³ El Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI) aproxima la variación de estos bienes y para el 2012 la tasa de variación anual se ubicó en el 3,58%.

²⁴ Dentro de este grupo se encuentran los artículos: cerveza envasada, whisky, guaro y cigarrillos.

²⁵ Los artículos que conforman los diferentes subgrupos, clases y subclases son: alquiler de vivienda, pintura para la vivienda, cemento, vidrios, servicio de albañilería, servicio de pintura para la vivienda, servicio de agua, servicios municipales, servicio de electricidad y gas licuado.

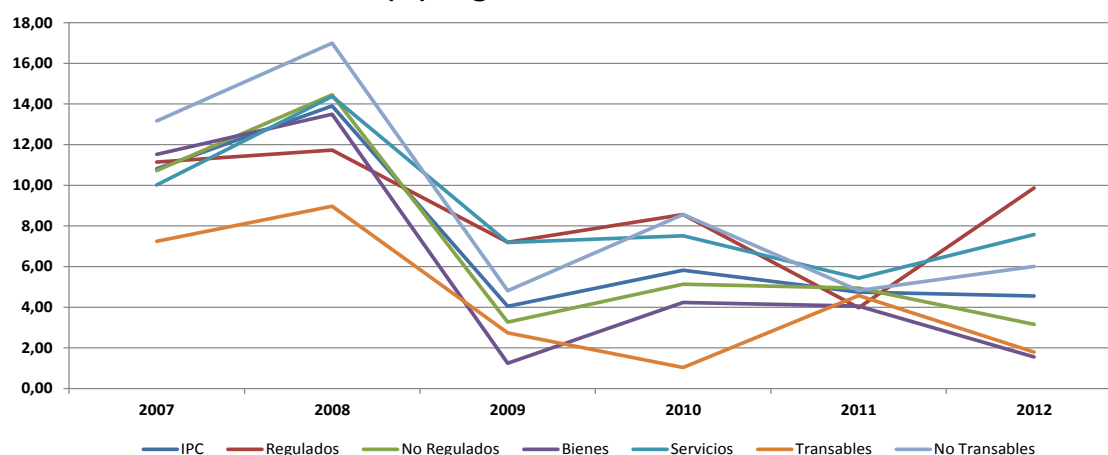
Cuadro 2
IPC por grupos -variaciones anuales-

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Esta misma conclusión se extrae de observar el gráfico 5, las tasas de variación anual de los subíndices en que se descompone el IPC han mostrado una tendencia a la baja en los últimos seis años, lo cual sugiere de nuevo que la economía costarricense está en un proceso de transición de una inflación de largo plazo a otra, como consecuencia del proceso de desaceleración monetaria comentado anteriormente, más el efecto positivo de los factores no monetarios durante el periodo 2009-2011.

Gráfico 5
Costa Rica: Inflación anual (%) según subíndices



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

No obstante, en el último año el subíndice de precios regulados mostró un incremento superior (9,8%) al incremento expuesto en el IPC. La tasa de variación interanual de

este subíndice a abril de 2013 se ubica en el 16,1%, mientras que la variación interanual del IPC es del 6,3%. Este aspecto obedece a la fijación de ciertas tarifas por parte de la Autoridad Reguladora de Servicios Públicos (ARESEP) en los últimos meses del 2012. Dado que muchas de las tarifas que fija la ARESEP corresponde a servicios, los cuales a su vez no son sujetos de comercio internacional, entonces esto explica porque tanto el subíndice de servicios como el subíndice de no transables presentan también variaciones superiores a las experimentadas por el IPC. Asimismo, es de esperar que esto obedezca más a una situación coyuntural y que por ende, entonces es de esperar que no tenga un impacto en la determinación de la inflación de largo plazo, pero indudablemente sí se prevén impactos en la inflación de corto plazo.

Los factores que vulneran el logro de una inflación menor a la meta

En el contexto en que se desenvuelve la economía costarricense, los factores que vulneran el logro de una inflación menor a la meta están relacionados con los aspectos monetarios, la inflación de costos y la inflación de demanda. El primero es el de más relevancia, pues desde el último cuatrimestre del 2012, la economía costarricense modificó las dotaciones de liquidez con que opera el sistema financiero en un contexto de tipo de cambio muy cercano al límite inferior de la banda. Le sigue la inflación de costos, pues en los últimos meses la fijación de precios de los bienes y servicios regulados podría inducir efectos de segunda ronda. En otras palabras, el resto de la economía enfrentará un incremento en los costos, que probablemente sea trasladado al resto de precios de la economía costarricense.

Respecto a la inflación de demanda, se tiene que una reducción de la brecha de producto puede traducirse en una presión sobre los precios domésticos. Particularmente, la autoridad monetaria señaló en su último programa monetario que según sus estimaciones se continúa “mostrando una brecha del producto cercana a cero, con lo cual se estaría ante un agotamiento de la holgura de la capacidad productiva, lo que podría generar presiones inflacionarias adicionales por parte de la demanda agregada”²⁶. De materializarse este riesgo, la reducción en la holgura de la capacidad productiva local, entonces será más difícil consolidar el proceso de desinflación propuesto por el BCCR.

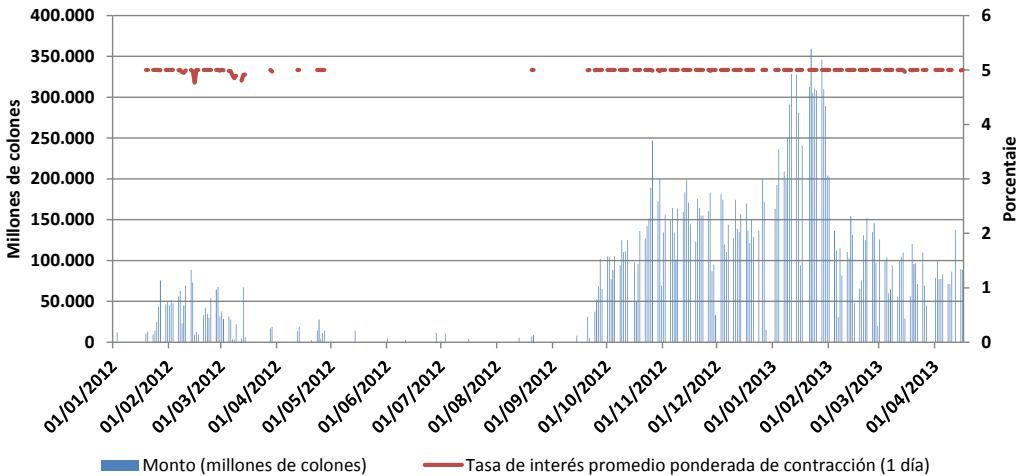
Sin embargo, la mayor vulnerabilidad está relacionada con aspectos monetarios y la inflación de costos. Del cuadro 2 se desprende que en el 2012, los activos del BCCR mostraron una fuerte variación respecto a años anteriores, los cuales fueron parcialmente compensados con un fuerte incremento del resto de pasivos del BCCR. ¿Qué llevó a la autoridad monetaria a incrementar el resto de pasivos que no son pasivos monetarios y cuasimonetarios?

La respuesta no es más que la necesidad de recoger una dotación de liquidez excedente en el sistema financiero frente a un tipo de cambio cercano al límite inferior

²⁶ Ver BCCR, Programa Macroeconómico 2012-13, página 27.

de la banda. La necesidad de esterilizar²⁷ dicho exceso monetario es el reconocimiento de que este exceso podría ser canalizado en un fuerte crecimiento del crédito interno al sector privado, y conllevar a un proceso en donde de forma simultánea se experimenta un mayor deterioro de las cuentas externas y una mayor presión sobre los precios internos, principalmente en los bienes no comerciables²⁸.

Gráfico 6
Costa Rica: Subastas de contracción del BCCR



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

Esa mayor liquidez ha ocasionado una mayor intervención por parte del BCCR en los mercados interbancarios de dinero (gráfico 6). En particular, el BCCR ha tenido que recurrir en los últimos meses a las subastas de contracción de liquidez²⁹ con el propósito de que la tasa de interés del mercado interbancario de dinero no se aleje sustancialmente de la TPM, con lo cual ha estado dispuesto a contraer esta liquidez reconociendo una tasa del 5% anual, la cual es equivalente a la TPM. Pues de lo contrario, si no contrae esta liquidez la mayor oferta de recursos presionaría hacia la baja las tasas de interés del mercado interbancario.

Asimismo, se observa como desde octubre del año pasado, la contracción de liquidez se ha incrementado; y en determinados momentos ha contraído montos aproximados de ₡350,000 millones. Esto claramente es dinero potencial en la economía que podría generar presiones inflacionarias sobre la economía costarricense³⁰, no de forma inmediata pero si en el horizonte de vencimiento de los BEM.

²⁷ La esterilización consiste en un proceso mediante el cual un banco central recoge liquidez del sistema financiero, generalmente implica la venta de bonos emitidos por él mismo o por la tesorería nacional, los cuales entrega a cambio de efectivo.

²⁸ Este análisis corresponde al enfoque monetario de la balanza de pago, el cual toma una relevancia en la economía costarricense pues el tipo de cambio ha mostrado un comportamiento muy estático en los últimos meses.

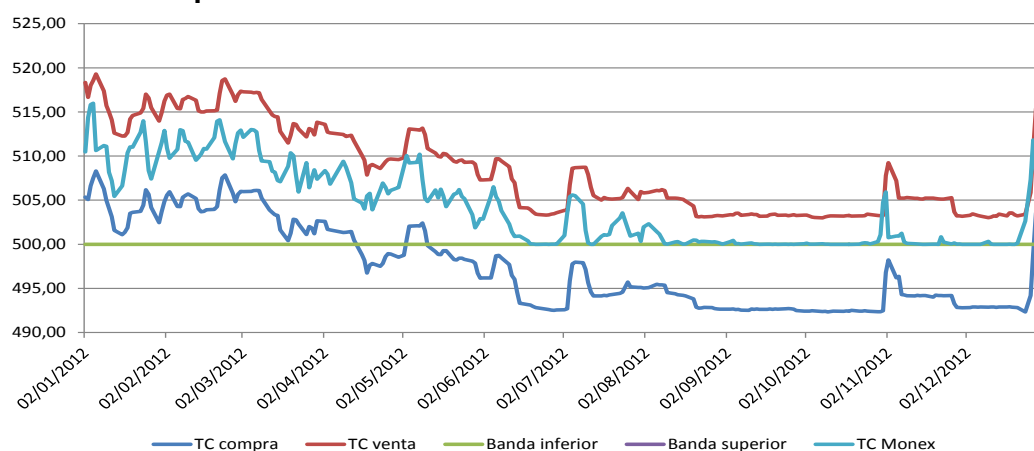
²⁹ La subasta de contracción de liquidez consiste en un mecanismo que ofrece el BCCR a las instituciones financieras para que coloquen su liquidez excedente.

³⁰ La consideración de dinero potencial se deriva del hecho de que el BCCR contrae esta liquidez a sus contrapartes en el MIL, pero estas contrapartes corresponden a los bancos comerciales que son los que

Tipo de cambio

La modificación de las dotaciones de liquidez es consecuencia del comportamiento que mostró el tipo de cambio durante el 2012. El tipo de cambio en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX)³¹ osciló entre el límite inferior de la banda cambiaria y ¢515 por dólar (ver gráfico 9). Sin embargo, la oscilación o volatilidad observada en este mercado no fue uniforme, en concreto se observó una mayor volatilidad en el primer semestre que la observada en el segundo semestre año.

Gráfico 7
Costa Rica: Tipo de cambio Dólar/Colón



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

Durante el primer semestre, el tipo de cambio en el mercado mayorista fluctuó entre ¢500 por dólar y ¢515 por dólar, durante este semestre se observó un tipo de cambio por encima del límite inferior. Solamente, en 13 días de los 126 días de negociación del primer semestre, el mercado mayorista registró transacciones con un tipo de cambio entre ¢501 por dólar y el límite inferior de la banda cambiaria. Por el contrario, durante el segundo semestre, el tipo de cambio se ubicó la mayoría de las veces cerca del límite inferior de la banda cambiaria. En 99 días de los 126 días de negociación del segundo semestre, el mercado interbancario de divisas registró un tipo de cambio entre ¢501 por dólar y el tipo de cambio de compra de intervención del BCCR³².

Según se consigna en el Comentario sobre la economía nacional No. 1-2013 del BCCR, durante el segundo semestre del 2012, el mercado privado mostró un superávit consecuencia “en parte por los ingresos de capital por arbitraje de tasas de interés y por

en definitiva muestran los excesos de liquidez. El uso alternativo de estas dotaciones de liquidez es canalizarlo hacia la intermediación financiera o inversión en instrumentos financieros del sector público y privado.

³¹ El MONEX es una plataforma de negociación, propiedad del BCCR, en la cual las que se pueden negociar divisas entre los intermediarios cambiarios; y entre estos y las personas físicas o jurídicas que demandan u ofertan divisas.

³² Es importante destacar que el comportamiento observado en el tipo de cambio en el segundo semestre del 2012 ha continuado presentándose en el primer cuatrimestre del 2013.

un mayor endeudamiento externo de intermediarios financieros³³, especialmente los últimos tres trimestres del 2012. Dicho superávit ocasionó una mayor intervención del BCCR en el mercado cambiario en defensa del límite inferior de la banda cambiaria, lo que refleja no solo el compromiso con dicho límite por parte de la autoridad monetaria, sino un compromiso con algún nivel de producto y empleo, pues se considera que un menor tipo de cambio nominal impactaría al sector real.

Una vez más a pesar de que la balanza de pagos registró déficits en cuenta corriente en cada trimestre del 2012, estos déficits fueron compensados por los superávits en cuenta de capital y financiera, en los últimos tres trimestres del 2012 (ver cuadro 3). A tal punto, que le permitió al BCCR la acumulación de RMI por montos considerables, especialmente en el cuarto trimestre del 2012.

Cuadro 3
Balanza de pagos acumulada

	<i>I T 2012</i>	<i>II T 2012</i>	<i>III T 2012</i>	<i>IV T 2012</i>
Cuenta corriente	-435,4	-775,5	-1.416,2	-2.341,3
Bienes	-1.247,2	-2.301,4	-3.716,0	-5.309,4
Servicios	1.074,0	1.897,2	2.761,1	3.525,1
Renta	-335,2	-520,0	-698,6	-885,7
Transferencias corrientes	73,0	148,7	237,2	328,7
Cuenta de capital y financiera	312,2	1.038,6	1.792,4	4.384,0
Cuenta de capital	1,6	4,0	6,3	37,5
Cuenta financiera	310,6	1.034,6	1.786,2	4.346,5
Inversión directa	595,4	1.134,1	1.744,9	1.839,2
Inversión de cartera	46,2	135,4	588,5	2.112,1
Otra inversión	-331,0	-234,9	-547,3	395,3
Errores y omisiones y capital no determinado	114,3	-146,5	14,5	66,8
Activos de reserva	8,9	-116,6	-390,7	-2.109,6

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Nota: En activos de reserva una cifra positiva significa un descenso de activos y una suma positiva un aumento.

En concreto, llama la atención el saldo observado en la cuenta de *Inversión de cartera* de la balanza de pagos, la cual ascendió a US\$ 2.112,1 millones, su principal variación se experimentó en el último trimestre del 2012 y cuyo saldo es el más alto registrado en los últimos 14 años y probablemente en la historia del país. Parte de este saldo favorable es consecuencia de la colocación a nivel internacional, por parte del MH, de US\$ 1.000 millones en eurobonos, mientras que el resto es atribuible a la llegada de capital del exterior por parte del sector privado.

Adicionalmente, la cuenta *Otra inversión* de la balanza de pagos, revierte los faltantes mostrados en los primeros tres trimestres del 2012 y cierra con un saldo favorable en el

³³ Ver BCCR (2013), Comentario sobre la economía nacional No. 1-2013, página 2. En este se comunica la decisión de la Junta Directiva del BCCR, sesión 5579-2013 del 16 de enero de 2013, de mantener la TPM en 5% anual.

último trimestre del 2012. Esta reversión es consecuencia de una afluencia de capital financiero mediante la modalidad de préstamos a los residentes en Costa Rica.

Por tanto, los superávits registrados en las cuentas de *Inversión de cartera* y *Otra inversión* junto con el superávit de la cuenta *Inversión directa*³⁴, más que compensaron el déficit en cuenta corriente y permitió que el BCCR incrementase sus activos de reserva internacional por un monto de US\$ 2.109,6 millones y generaron presión para que el tipo de cambio se ubicase cerca del límite inferior de la banda.

Esta gran afluencia de capital, por la vía de atracción de Inversión Extranjera Directa (IED), colocación de bonos públicos denominados en moneda extranjera a nivel internacional, extranjeros tomando posición en valores denominados en moneda nacional y residentes locales obteniendo financiamiento en moneda extranjera de intermediarios no residentes³⁵, son las razones que explican la evolución registrada en el tipo de cambio, que provocó que el BCCR tuviese que intervenir en el mercado interbancario para defender el límite inferior de la banda cambiaria.

A pesar de que la economía costarricense ha experimentado una apreciación real, dicha situación podría estar afectando de forma divergente al sector productivo. Tal apreciación real es producto de la estabilidad del tipo de cambio y que la variación del Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI) ha sido positiva, mientras que la variación de los índices de los principales socios comerciales ha sido negativa.

Por tanto, para aquellos sectores con una alta exposición económica³⁶, una baja eficiencia relativa del trabajo y poco margen para competir vía costos, la apreciación real les está afectando sus niveles de competitividad, mientras que aquellos sectores con una baja exposición económica, alta eficiencia relativa del trabajo y alto margen para competir vía costos, el fenómeno de la apreciación real no tiene un impacto significativo.

Ahora bien, esto no solo afecta la condición de exportación sino que podría estar ocasionando una competencia de bienes importados que esté afectando los niveles de utilidad de las empresas que dirigen su producción hacia la demanda interna.

³⁴ Note que el superávit de la cuenta *Inversión directa* se ralentizó en el último trimestre del 2012, pues durante este trimestre se presentaron adquisiciones de compañías extranjeras por parte de compañías nacionales.

³⁵ En el país existe legislación que establece incentivos para la obtención de financiamientos en el exterior de residentes con bancos de primer orden. Estos incentivos se originaron en la década de los ochentas con la finalidad de fortalecer los activos de reserva del país, que en ese momento eran muy exigüos.

³⁶ Esta consiste en el cambio de valor de la empresa ante cambios inesperados en el tipo de cambio.

La economía opera con un tipo de cambio fijo

Dado el compromiso del BCCR con los parámetros de la banda³⁷ y la gran afluencia de capital, el BCCR se vio obligado a intervenir en el mercado interbancario de divisas, lo que prácticamente ancló el tipo de cambio al límite inferior y conllevó a que la economía costarricense opere técnicamente con un tipo de cambio fijo (ver gráfico 8).

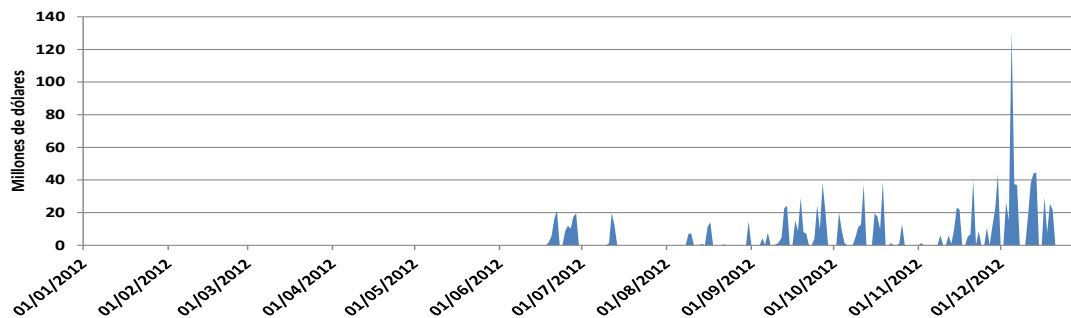
El hecho de que el tipo de cambio del mercado interbancario se igualase al tipo de cambio de intervención de compra del BCCR, generó dos hechos ya experimentados por la economía costarricense en años atrás:

1. Sentimientos de estabilidad cambiaria, en aquellos agentes económicos cuya credibilidad en la banda es fuerte, por lo que reducen el nivel de probabilidad que asignan a un escenario donde el tipo de cambio experimente una depreciación.
2. Sentimientos de apreciación del tipo de cambio, en aquellos agentes económicos que buscan oportunidades de arbitraje en los mercados financieros donde se transen activos denominados en moneda local.

En ambos grupos, el tipo de cambio se observa y se analiza con propósitos diferentes. En el primer grupo se desea un compromiso explícito con el tipo de cambio, por lo que todas las actividades de decisión relacionadas con el tipo de cambio se plantean bajo la suposición de un tipo de cambio fijo. Mientras que en el segundo grupo se desea una evolución descendente del tipo de cambio con propósitos y objetivos financieros.

Gráfico 8

Monto de intervención del BCCR en el límite inferior de la banda



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

Si el compromiso de la autoridad monetaria se hace evidente y de forma permanente interviene en el mercado para comprar los excesos de divisas, entonces prácticamente se está conduciendo bajo un esquema donde el tipo de cambio es fijo.

³⁷ En BCCR, Programa Macroeconómico 2013-14, página 5, se señala que el “Banco Central también mantendrá en el corto plazo el compromiso con los parámetros de la banda cambiaria”, pero reconoce que este compromiso limita la eficacia de la política monetaria.

Esta situación de presión a la baja del tipo de cambio del dólar respecto al colón, no es una situación exclusiva de Costa Rica, la mayoría de países de Latinoamérica han experimentado una apreciación de sus monedas, por ejemplo durante el 2012, el peso chileno se apreció en un 7,45%, el peso colombiano un 8,71% y el peso mexicano un 7,67%. Esta situación no fue el caso para el real brasileño, el cual experimentó una depreciación del 9,79%.

La razón para ver una apreciación en la mayoría de las monedas latinoamericanas se explica por la gran liquidez internacional que se ha originado de las políticas de relajamiento cuantitativo impulsadas por los bancos centrales de los países desarrollados (Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco de Inglaterra, Banco Central Europeo y Banco de Japón) y el diferencial de tasas de interés de los países emergentes que atraen estos flujos de capital.

Implicaciones para la economía costarricense

En general, se puede concluir que la política monetaria en Costa Rica se caracteriza en este momento por lo que se ha dado por llamar la *imposibilidad de la Santísima Trinidad*.³⁸ “Esta imposibilidad se presenta cuando la autoridad desea simultáneamente mantener la siguiente situación: (a) Movilidad internacional de capitales; (b) una política monetaria activa e independiente; y (c) un tipo de cambio de *facto rígido*”³⁹. Esta situación ya fue experimentada por la economía costarricense, bajo el régimen de minidevaluaciones.

Como es conocido el país mantiene una cuenta de capitales abierta que permite la movilidad de capitales, con una autoridad monetaria que busca que su política monetaria sea activa e independiente y con un tipo de cambio que ha sido sumamente estable en los últimos meses y muy cercano al tipo de cambio de intervención de compra del BCCR, por lo que la volatilidad en el mercado cambiario se ha reducido a cero. Pero es importante recalcar que “cualquier país puede tener sólo dos de los tres atributos. Es el trilema fundamental de la macroeconomía: no se puede al mismo tiempo tener un tipo de cambio fijo, mantener un mercado de capitales abierto y gozar de autonomía monetaria”⁴⁰.

Concretamente, para el caso costarricense, esta imposibilidad se refleja en que dado que las tasas de interés en moneda local son superiores a las tasas de interés en moneda extranjera⁴¹, ajustadas las primeras por las expectativas de devaluación y el riesgo país; dicha situación ha resultado en importantes entradas de capital que obligan a la autoridad monetaria a intervenir en el mercado cambiario, lo cual desajusta la dotaciones de liquidez con que opera la economía costarricense, pero como la autoridad monetaria mantiene un compromiso con un rango de nivel inflacionario, este

³⁸ Este término “se le atribuye al prominente economista italiano Tommaso Padoa-Schioppa. Ver Edwards (2000), página 17.

³⁹ Ver Edwards (2000), página 5.

⁴⁰ Ver Kozikowski (2007), página 402

⁴¹ Más adelante se amplía el análisis de las tasas de interés.

se ve obligado a llevar a cabo un proceso de esterilización mediante la venta de valores, con el objeto de recoger la liquidez excedente. Asimismo, esta situación motiva la implementación de medidas que eviten la afluencia de capitales, así como de medidas para evitar que la liquidez excedente recaliente la economía.

Este proceso de esterilización es evidente cuando se observa las cuentas de balance del BCCR (ver cuadro 2), para el 2012 se registra la mayor variación en el rubro de resto de pasivos, es decir aquellos pasivos diferentes a los pasivos monetarios y cuasimonetarios. A diciembre 2012, la emisión de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) representaba el 105,86% de la base monetaria, mientras que a abril del 2013 dicha proporción asciende a 144,27%. En otras palabras, el BCCR está en un proceso de acumulación de deuda, con la consecuente creación de un déficit cuasi-fiscal⁴², y por tanto, revirtiendo los diferentes procesos de capitalización que ha recibido el BCCR en las dos últimas décadas. Estos déficits cuasi-fiscales fueron una fuente de presión sobre la inflación en años atrás.

Tasas de interés

Un régimen de Esquema Completo de Metas Explícitas de Inflación (ECMEI), tiene como la meta primaria a la inflación y como meta operativa a la tasa de interés. Por tanto, de experimentarse un choque en la economía el impacto en teoría debe ser absorbido por el tipo de cambio y solamente de manera ocasional se realizará una intervención en el mercado cambiario para suavizar el impacto sobre el tipo de cambio, con el uso de los activos externos en poder del banco central.

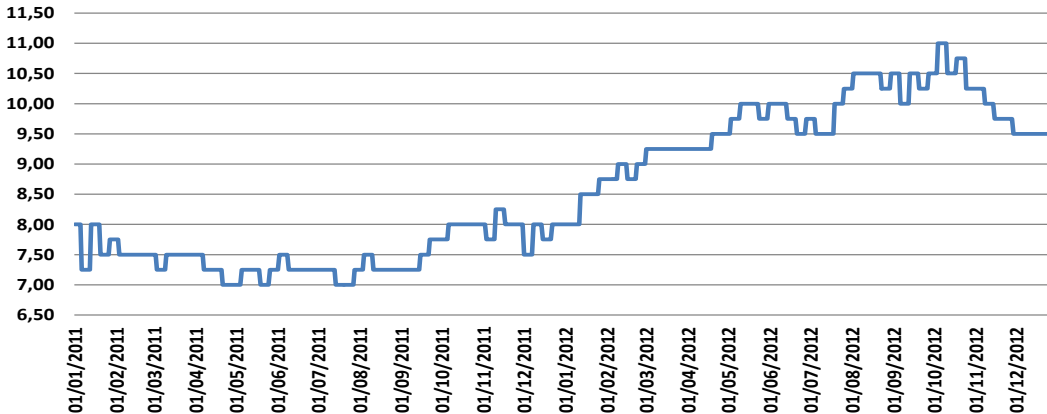
Dado que en Costa Rica aún no se encuentra en un ECMEI, sino que opera con un esquema de Meta de Inflación Intermedia (MII), donde se remplaza la meta operativa por un agregado monetario, que puede ser la demanda de reservas por parte de la banca comercial. Entonces ante un choque en la economía el ajuste recaerá sobre la tasa de interés para evitar la salida de capital y complementariamente, el tipo de cambio y los activos de reserva serán utilizados para suavizar el impacto en las tasas de interés.

Esto fue lo que efectivamente sucedió en Costa Rica en buena parte del 2012. Ante un persistencia del déficit fiscal, el cual pasa de un 3,3% del PIB en 2009 a un 4,4% del PIB⁴³ en el 2011, mala gestión de la tesorería pública y el comportamiento de la banca comercial, fueron las tasas de interés y los rendimientos de los títulos valores quienes inicialmente cargaron con el ajuste. Esto explica porque la Tasa Básica Pasiva (TBP) promedio del 2012 es mayor en 217 puntos base a la TBP promedio del 2011 (ver gráfico 9).

⁴² Un déficit cuasi-fiscal hace referencia a un déficit que está siendo financiado por el BCCR mediante la venta de sus obligaciones, pero que debió ser financiado con la venta de obligaciones del Ministerio de Hacienda.

⁴³ Es importante recordar que durante el primer semestre del 2012 fracasan los proyectos de reforma tributaria impulsados por el Poder Ejecutivo.

Gráfico 9
Costa Rica: Tasa Básica Pasiva (%)



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

Durante los primeros nueve meses del 2012 se experimenta un ascenso en el nivel de la TBP, el cual se suaviza una vez que la cotización del dólar se pega al tipo de cambio de intervención de compra del BCCR, producto de la fuerte entrada de capitales señalada anteriormente. Adicionalmente, esta fuerte entrada de capitales provocó que la banca comercial contase con altas dotaciones de liquidez, lo que presionó a la baja a las tasas de interés, aunado a la presión del Poder Ejecutivo hacia la banca comercial para que revisasen sus políticas de fijación de tasas de interés.

Con lo cual, se concluye que inicialmente las tasas de interés denominadas en colones cargaron con el ajuste de una economía que enfrentaba un déficit fiscal acumulado y una mayor presión de fondos por parte de la banca comercial, lo cual se tradujo en un incremento en términos reales de la tasa de interés y no fue hasta que las dotaciones de liquidez del sistema financiero se vieron modificadas que la TBP muestra una reversión al proceso de incremento experimentado desde mediados del 2011 a setiembre 2012. A partir de este mes, la TBP ha mostrado un marcado descenso. A la primera semana de junio 2013, este proceso de descenso ha continuado, pues la TBP se ubica en 6,65%, lo cual implica una reducción de 435 puntos base⁴⁴ respecto al punto más alto del 11% alcanzado en setiembre 2012.

Esta situación también fue observada en el mercado de deuda pública doméstico. Una vez que se aprueba la Ley No. 9070 Emisión de Títulos Valores en el Mercado Internacional y se realiza la elección del asesor legal, del banco colocador y la calificadora de riesgo para llevar a cabo el proceso de diseño y colocación de la primera emisión, los rendimientos al vencimiento de los bonos en colones en el mercado local inician un marcado descenso y por ende se abrió una ventana de ganancias de capital.

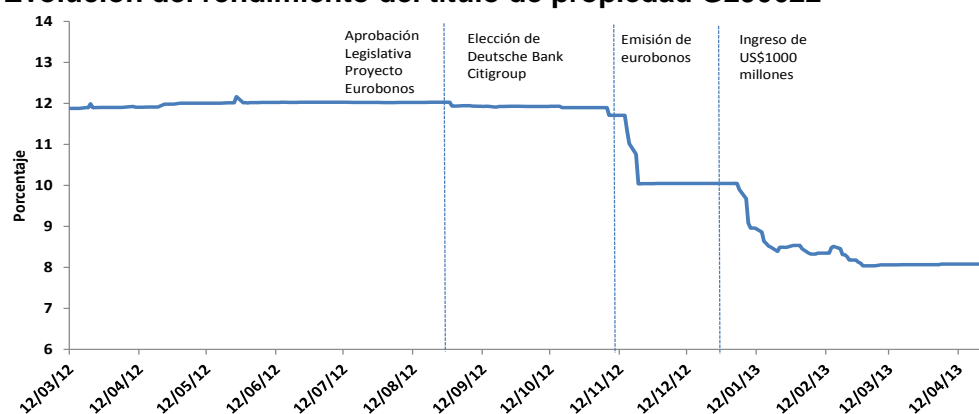
Cada uno de estos hitos, hizo más evidente de que el Gobierno Central resolvería sus necesidades de fondeo en los mercados internacionales, lo cual implicaría una menor oferta de títulos valores en el mercado de valores interno en los siguientes meses y por

⁴⁴ En finanzas se hace referencia a 100 puntos base como una cifra equivalente a 1%.

ende esta escasez relativa en el futuro presionaría los precios de los valores al alza y una consecuente reducción en los rendimientos de dichos valores.

Por ejemplo, el título de propiedad⁴⁵ que se muestra en el gráfico 10 fue emitido a inicios de marzo y se coloca en mercado primario con un rendimiento del 12%⁴⁶, durante buena parte del 2012 cotizó a dicho rendimiento, pero una vez que el MH recibió los fondos de la colocación internacional, en el mercado de deuda interno solo estuvo dispuesto a captar fondos de aquellos inversionistas que exigían un menor rendimiento o pagaban un mayor precio, esto explica porque el título valor indicado muestra una reducción de su rendimiento y llega a cerrar el 2012 con un rendimiento alrededor del 10% y a mediados de abril del 2013 cotiza con un rendimiento del 8,20%.

Gráfico 10
Evolución del rendimiento del título de propiedad G290622



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

Esto es indicativo que el mercado de renta fija descontó de forma anticipada la llegada del capital financiero propiciado por el sector público. Cuyo efecto sería una menor necesidad de recursos por parte del MH, por ende una menor oferta futura de valores de deuda denominada en colones en el mercado local con su consecuente impacto de alza en el precio de estos valores y una reducción del rendimiento al vencimiento con que operan estos valores.

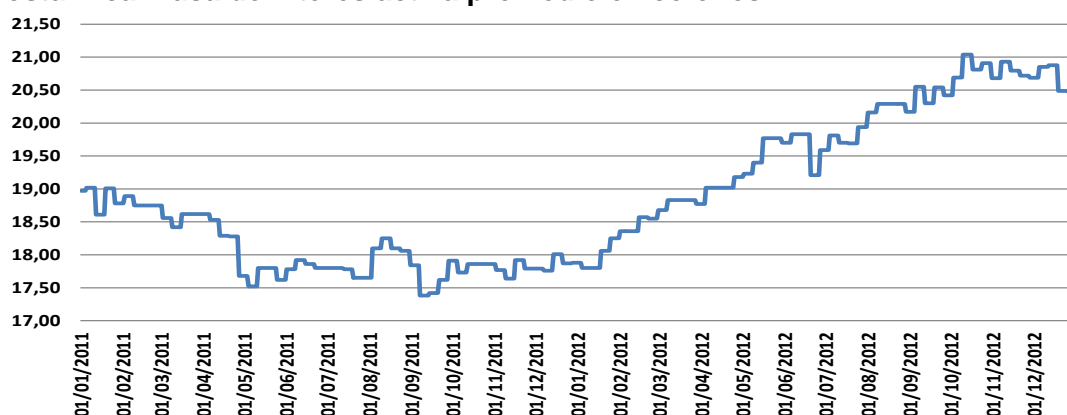
Al observar la tasa de interés activa promedio del Sistema Financiero Nacional (SFN), se tiene que esta tasa inició en 17,88% y terminó el año en un nivel de 20,48%, lo cual significa que durante el 2012 esta tasa experimentó un aumento de 260 puntos base. Como se observa en el gráfico 11, la tasa activa promedio ha experimentado un aumento desde el tercer cuatrimestre del 2011, que incluso ubicó la tasa de interés activa promedio en un nivel de 21,04% a mediados de octubre 2012. Un aspecto a destacar, es el uso en los contratos de crédito de las tasas de interés piso, la existencia de esta característica inhiben que un deudor experimente los beneficios que implica que

⁴⁵ Un título de propiedad es la forma en como se denomina a un título valor emitido por el Ministerio de Hacienda y el cual es colocado por medio de las subastas que organiza este emisor en la Bolsa Nacional de Valores (BNV).

⁴⁶ Este rendimiento es lo que se conoce como la Tasa Interna de Retorno, aquella que hace que el Valor Actual Neto sea cero, es decir, aquella que iguala los flujos a los que da derecho un título valor con su precio.

la tasa de referencia experimente un proceso a la baja. Lo cual también explica, porque la caída en la TBP ha sido más pronunciada que la caída en la tasa de interés activa promedio.

Gráfico 11
Costa Rica: Tasa de interés activa promedio en colones



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

Por su parte, la tasa de interés pasiva bruta promedio del SFN para depósitos en dólares inició en 0,97% y terminó el año en un nivel de 1,60%, el incremento de 63 puntos base se experimentó en los primeros nueve meses del 2012. Mientras que la tasa de interés activa promedio para préstamos en dólares del SFN inició en 10,33% y cerró en 11,10%; para un incremento de 87 puntos base.

Un aspecto interesante a resaltar, es que anteriormente se indicó que existe un exceso de divisas en el mercado privado de cambios y una gran acumulación de activos de reserva por parte de la autoridad monetaria, entonces por qué aumentan las tasas de interés en dólares en el SFN, si estamos ante una gran abundancia de capitales.

En primer lugar, habrá que señalar que esta abundancia de capitales solo parcialmente busca posicionarse en activos denominados en moneda extranjera, su principal objetivo fue aprovechar el diferencial de tasas de interés en colones versus las de dólares, durante el 2012, la diferencia positiva entre la tasa de interés pasiva en colones y la tasa de interés pasiva en dólares, incentivo a los agentes a ahorrar en colones, pues tanto los agentes económicos con una fuerte creencia en la banda cambiaria como los que esperan una apreciación, vieron oportunidades de arbitraje. Por tanto, aquellas instituciones financieras que dependen del fondeo en moneda extranjera se vieron en la necesidad de incrementar sus tasas de captación para motivar a otros agentes económicos a que mantuviesen parte de sus dotaciones de liquidez en moneda extranjera, aspecto explicado por la particularidad de que la economía costarricense es una economía bimonetaria⁴⁷.

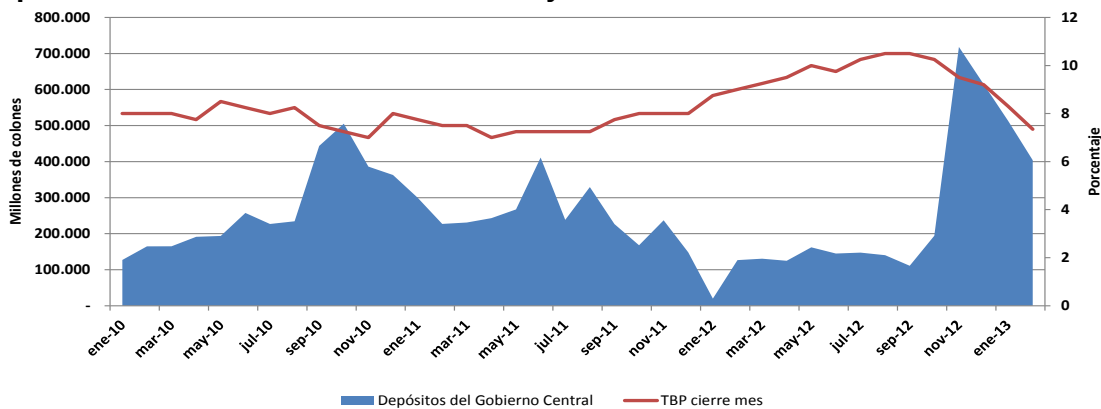
⁴⁷ Los residentes en Costa Rica pueden escoger entre colones y dólares, para mantener su riqueza financiera o alternativamente elegir en que moneda desean tomar dinero prestado.

De igual forma, la diferencia negativa entre la tasa de interés activa colones y la tasa de interés activa dólares, mantuvo el incentivo para que los agentes económicos tomen préstamos denominados en dólares versus los préstamos en colones, pues de nuevo los agentes que mantienen una credibilidad de la banda se vieron motivados por la estabilidad observada en el mercado cambiario, mientras que los que esperan una apreciación buscan facilitar el repago por la ganancia de tomar el préstamo en moneda extranjera, sin embargo, esto aumenta el riesgo de solvencia de la población.

Los factores externos e internos que explican el aumento de las tasas de interés

En diversos foros y medios de comunicación, analistas y políticos argumentaron que el aumento de las tasas de interés obedeció a la presión por parte de los responsables de las finanzas públicas por demostrar la necesidad de la aprobación de una reforma fiscal. Dicho sea de paso, esta reforma no solo encontró una fuerte oposición sino que su aprobación no se dio por un inadecuado procedimiento legislativo. Mientras que otros analistas argumentaron que el aumento de las tasas de interés respondía al comportamiento asumido por los bancos del estado, que buscaban incrementar sus niveles de utilidades.

Gráfico 12
Depósito del Gobierno Central en BCCR y TBP al cierre de mes



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

No obstante, si se observa el gráfico 12 se tiene que el análisis de flujo de caja realmente dimensiona la problemática de la escasez de fondos experimentada por el Gobierno Central durante el 2012, pues este contó con menos recursos financieros para atender sus obligaciones. Esta situación es la principal fuente que impulsa las tasas de interés en colones. Como se detalla, el saldo de depósitos del Gobierno Central en el BCCR mostró tres fuertes descensos durante el 2011, que llevaron a que el monto depositado a enero 2012 fuese de apenas ¢19.767 millones.

Ahora bien, durante el 2010 el Gobierno Central mantuvo un depósito promedio en el BCCR de ¢271.478,84 millones, mientras que en el 2011 fue de ¢252.219,47 millones. Para los primeros diez meses del 2012 este saldo promedio fue de ¢130.135,68 millones. Por tanto, el Gobierno Central al enfrentar un menor flujo de caja presionó el

mercado de fondos prestables con tal de que sus depósitos en el BCCR pudiesen continuar atendiendo sus obligaciones y el faltante presupuestario con el que opera.

Entonces un saldo promedio en depósitos menor y una proyección mayor de déficit fiscal, explican porque las tasas de interés inician un proceso al alza desde mediados del 2011, el mercado financiero empezó a descontar la escasez relativa que se avecinaba y la fuerte necesidad de fondos, por lo que si se utiliza la TBP, como indicador para observar esta presión, se observa como esta tasa inicia una escalada desde el 8% a finales del 2011 hasta alcanzar un máximo de 10,50% en setiembre de 2012. En otras palabras, ante la falta de recursos por parte del MH este presionó las tasas de interés en las subastas de mercado primario, lo que obligó a los bancos a incrementar también las tasas de interés para no evitar una salida de recursos de sus balances, debido a que fuertes depositantes retiraron sus depósitos para aprovechar la subida de rendimientos en los valores de corto plazo del MH.

Con lo cual una vez que el MH empezó a presionar el mercado de bonos local, mediante convocatorias de colocación de valores con rendimientos cada vez mayores en los mercados primarios⁴⁸. Esto ocasionó un ajuste en los precios de los instrumentos en mercado secundario y a su vez afectó el precio de colocación de otros participantes del mercado primario, como son las instituciones financieras⁴⁹.

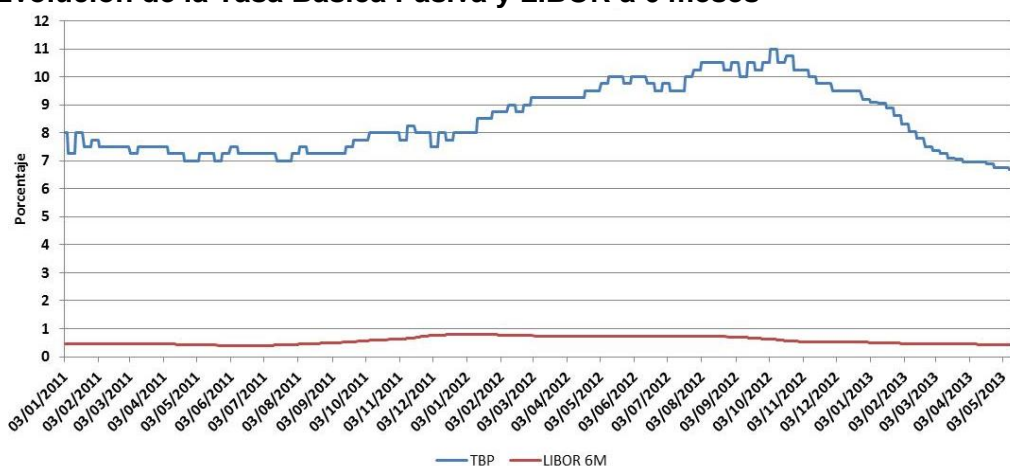
Dicha presión en los rendimientos de los activos financieros solamente cede su proceso ascendente una vez que el mercado internaliza el proceso de colocación de valores a nivel internacional por parte del MH y los cuales efectivamente ingresan en noviembre de 2012, mes a partir de cual cambia el saldo promedio depositado por el Gobierno Central en el BCCR.

Respecto a los factores externos que pueden incidir en el nivel de tasas de interés locales, es importante indicar que estos se encuentran temporal inactivos. Las tasas de interés internacionales, es decir, las tasas de interés de los países desarrollados, se encuentran en uno de sus niveles más bajos de la historia. Por lo que la presión para que las tasas de interés aumentasen no proviene de esta vía, por el contrario, como se indicó dada la diferencia tan amplia entre las tasas de interés locales respecto a las internacionales, se abrió un proceso de arbitraje, lo cual explica la afluencia de capital experimentada en el 2012.

⁴⁸ Esta presión se complementó con los problemas de fondeo experimentados por la banca comercial.

⁴⁹ Esto explica porque muchos analistas atribuyeron el incremento en las tasas a los bancos del estado, pues estos principalmente requieren fondeo en moneda local, debido a que su balance dicha moneda es la de mayor importancia relativa. No obstante, dado que otras instituciones públicas son los aportantes de recursos, se generó una directriz para regular la tasa de interés que se pactan bancos del estado e instituciones públicas no financieras.

Gráfico 13
Evolución de la Tasa Básica Pasiva y LIBOR a 6 meses



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

¿Existe menor responsabilidad de las tasas de interés de cargar con el ajuste?

En el cuadro 4 se observa como si se proyecta la volatilidad⁵⁰ diaria del MONEX en un horizonte de un año, se tiene que la mayor volatilidad anual se alcanzó en el 2010 y desde entonces se ha presentado una reducción de dicha volatilidad. Tal y como se observa después de los efectos de la crisis financiera internacional, dicha volatilidad ha sido decreciente con el transcurrir del tiempo, concretamente, es en el 2012 donde el tipo de cambio alcanza la mayor estabilidad respecto a los años anteriores.

Cuadro 4
Volatilidad del tipo de cambio

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Promedio	-0,025%	0,048%	-0,032%	-0,036%	-0,013%	-0,025%
Varianza	0,001%	0,003%	0,002%	0,004%	0,001%	0,001%
Desviación estándar	0,276%	0,541%	0,444%	0,625%	0,299%	0,247%
Días	194	197	199	201	196	195
Desviación estándar anual	3,84%	7,60%	6,26%	8,86%	4,19%	3,45%

Fuente: Elaboración propia con datos diarios del tipo de cambio.

Teóricamente se ha planteado que ante “un régimen de tipo de cambio flexible, un shock debería afectar la volatilidad del tipo de cambio y de la tasa de interés, sin afectar las reservas. Si la autoridad desea reducir la volatilidad del tipo de cambio, enfrenta un *tradeoff* entre la volatilidad de las reservas y de las tasas de interés”⁵¹.

⁵⁰ En los mercados financieros se relaciona la desviación estándar de una cotización con el concepto de volatilidad en dicho mercado y mediante la regla de la raíz cuadrada de la desviación estándar se puede proyectar una volatilidad de un intervalo de estimación a un horizonte de inversión.

⁵¹ Ver Morandé y Tapía (2002), página 73.

Para el caso costarricense esto ha quedado patente, pues durante el periodo 2009-2012, el déficit fiscal acumulado implicó que el ajuste recayese sobre la tasa de interés y eso explica porque las tasas de interés durante este período mostraron una variación de 425 puntos base. Esta situación se revierte, solamente cuando la autoridad monetaria empieza a experimentar una variación en sus activos de reserva, que al momento de escribir esta ponencia ha vuelto a situar a la TBP en un nivel muy semejante al observado a finales de setiembre 2010.

Con lo cual se puede citar que es muy difícil reducir la volatilidad, si esta desaparece del tipo de cambio, entonces serán las tasas de interés o los activos de reserva sobre los que recaerá la presencia de dicha volatilidad, ese será uno de los costos que se carga por el objetivo de mantener una mayor estabilidad en el tipo de cambio.

Efectos microeconómicos de la volatilidad en las tasas de interés

¿Qué efectos se originan de una mayor volatilidad en las tasas de interés? Esta fluctuación o variación tiene implicaciones en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos privados. En general corresponde señalar que la volatilidad de las tasas de interés, concretamente circunscrita al aumento experimentado en buena parte del 2012, fue un aumento de carácter temporal⁵² consecuencia de la autorización para colocar bonos a nivel internacional. Tal distinción es de relevancia pues los niveles “de consumo y trabajo –y, por ende, el ahorro actual- reaccionan más cuando el cambio en la tasa de interés es permanente en vez de temporal”⁵³. En este apartado nos enfocaremos en los efectos microeconómicos que experimentan los ahorradores, inversionistas en títulos valores y los tomadores de crédito.

Particularmente, una tasa de interés temporalmente más alta sobre los ahorradores los motiva a postergar el consumo actual con tal de aprovechar el mayor rendimiento de llevar a cabo una posposición de consumo, pero dicha postergación no se lleva a cabo en los periodos posteriores, en los cuales la tasa de interés retorna al nivel previo antes del aumento. Esto configura un efecto de sustitución intertemporal que por el carácter temporal del aumento en la tasa de interés, dicho efecto es de una magnitud menor comparado con el efecto que se produciría con un aumento permanente en la tasa de interés.

Por ejemplo, si una familia costarricense tiene un ingreso anual de ₡3.600.000 y ahorra el 20% de dicho ingreso, significa que cuando la tasa de interés alcanzó el nivel del 11%, pudo haber realizado un depósito a seis meses por un monto de ₡720.000, lo cual le produjo un ingreso de ₡39.600, sin embargo, transcurridos los seis meses, su decisión de renovación, le implicaría que el rendimiento que obtenga de su ahorro es de ₡24.840. Este menor ingreso esperado por concepto de ahorro no lo motiva a incrementar su tasa de ahorro. Se puede adicionar, que no se está ante un efecto

⁵² Es temporal por la correspondiente reversión experimentada en los últimos meses del 2012 y en lo que lleva del 2013.

⁵³ Ver Barro (1986), página 96.

riqueza⁵⁴ en el agregado, debido a que el mayor ingreso por parte del ahorrador corresponde a un egreso de las instituciones financieras.

Respecto a los inversionistas en títulos valores, el aumento temporal de las tasas de interés conlleva a una disminución del valor de estos activos financieros, lo cual obviamente estará en función de la duración de este tipo de instrumentos. Dicha pérdida de valor se revertirá una vez que las tasas de interés desciendan y por ende el precio de los títulos valores vuelvan a subir de precio.

En el caso de inversionistas cuyos horizontes de inversión son de largo plazo, como lo son los fondos de pensión, estos verán como sus tenencias de activos muestran minusvalías por valoración, pero dado el efecto temporal del aumento de las tasas de interés, una vez que descienden, sus tenencias de activos mostrarán plusvalías por valoración. En principio, parece que estamos ante un efecto riqueza neutra.

Sin embargo, esto no significa que no se hayan presentado efectos de redistribución de riqueza como consecuencia del aumento temporal de las tasas de interés. Si algunos inversores, por las razones que sean, adelantaron que los precios de los valores de renta fija iban a bajar por el aumento temporal de las tasas de interés y posteriormente iban a subir como consecuencia de la reducción de la tasa de interés, entonces pudieron establecer una estrategia de inversión de vender antes de que las tasas de interés subiesen, para comprar cuando las tasas de interés estaban en su punto alto, para luego vender cuando las tasas de interés bajasen. Esto no es más que una estrategia de arbitraje⁵⁵, tal y como se indicó con anterioridad, por los ingresos de capital financiero observados en la balanza de pagos del 2012 es evidente de que estas estrategias se pusieron en práctica no solo por residentes sino por no residentes, con el objeto de buscar dichas rentas.

Por último, en el caso de un tomador de crédito se tiene dos casos, el tomador primerizo del crédito y el tomador de crédito con una operación vigente. En el primer caso, ante un aumento temporal de la tasa de interés, la reacción de este tomador de crédito potencial será la posposición de la formalización del crédito.

Por ejemplo, supongamos que estamos ante un tomador de crédito potencial con un ingreso familiar de ø800.000, que busca financiamiento de vivienda, cuyas condiciones generales son una tasa de interés igual a TBP más 5%, demostrar una relación de cuota ingreso del 35% y que el monto resultante del crédito corresponda al 80% del valor del avalúo de la vivienda a financiar, para lo cual está dispuesto asumir una obligación por un plazo de 15 años.

⁵⁴ Entendido este como la posibilidad de consumir más sin necesidad de modificar la relación de esfuerzo laboral y ocio.

⁵⁵ Una “estrategia de arbitraje siempre consistirá en comprar barato y vender caro”. Ver Marín y Rubio (2001), página 26.

Cuadro 5
Crédito ante variación en la tasa de referencia

	Crédito	
	TBP = 11%	TBP = 6,9%
Ingreso mensual colones	800.000,00	800.000,00
Margen sobre la TBP	5,00%	5,00%
Tasa de crédito	16,00%	11,90%
Cuota mensual colones	344.493,36	280.000,00
Relación Cuota/Ingreso	43,06%	35,00%
Monto préstamo	23.455.653,76	23.455.653,76
Valor en colones de la casa	29.319.567,20	29.319.567,20
Relación Préstamo/Avalúo	80,00%	80,00%
Valor en dólares de la casa	58.639,13	58.639,13

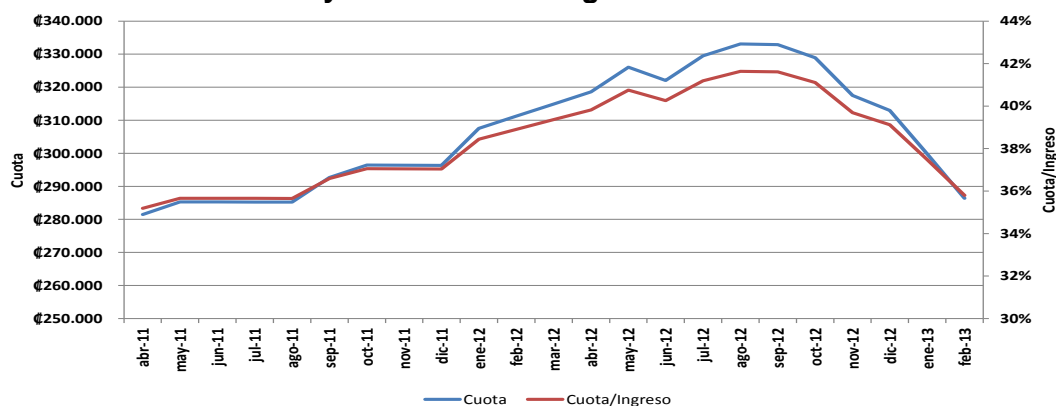
Fuente: Elaboración propia.

Entonces este tomador de crédito potencial se hubiese financiado a una tasa de interés del 16%, hubiese obtenido un financiamiento de ¢23,4 millones, lo cual le permitiría comprar una vivienda de ¢29,3 millones, equivalente a \$58,6 miles a un tipo de cambio de ¢500 por dólar. No obstante, la relación de cuota/ingreso hubiese cerrado en 43,06%, situación que le dificultaría cerrar la operación pues los bancos tienen como estándar que esta relación oscile por debajo del 35%. Tal situación sería solventada si la tasa de interés desciende en cerca de 410 puntos base.

Mientras que el tomador de un crédito con una operación vigente enfrentaría un incremento de la cuota mensual, conforme se experimenta el aumento temporal de la tasa de interés, pero una vez que la tasa de interés baja, su cuota experimenta un descenso (ver gráfico 13)⁵⁶. Este tomador de crédito enfrenta una mayor restricción presupuestaria, pues debe destinar una proporción cada vez mayor de su ingreso para atender su obligación financiera, para el caso analizado dicha proporción aumenta en más de 7 puntos porcentuales.

⁵⁶ Para el gráfico se ha supuesto que es un tomador de crédito que se financió un monto de ¢29,3 millones, cuyo ingreso familiar es de ¢800 mil y que enfrente la subida registrada desde abril 2011 en la TBP.

Gráfico 14
Evaluación de la cuota y relación cuota ingreso ante el aumento de la TBP



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

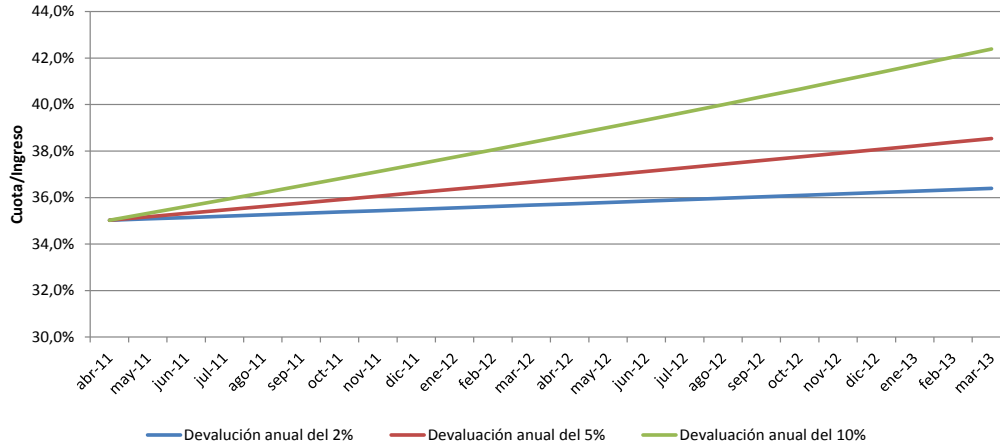
Sin embargo, no todos los tomadores de crédito con una operación vigente toman una decisión basada en la temporalidad del aumento de la tasa de interés. Algunos de estos deudores se preocupan por su flujo de caja y toman decisiones con el objetivo de alivianar este flujo de caja. Estos deudores se ven motivados e incentivados a tomar deuda en moneda extranjera, pues de esta forma acceden a un crédito con una tasa de interés menor, pero el incentivo es mayor si perciben que la estabilidad cambiaria tiene un carácter más permanente que transitorio. Estos agentes económicos terminan evidentemente alivianando su flujo de caja, pero asumiendo un mayor nivel de exposición cambiaria.

En el gráfico 15, se muestra el riesgo de exposición cambiaria que asume una persona que decide tomar un crédito en dólares⁵⁷. Al inicio de la operación, tanto el deudor como el acreedor se aseguran que la cuota colonizada represente un 35% de su nivel de ingreso. No obstante, ante un escenario de devaluación del tipo de cambio, la cuota se le incrementará en relación a su ingreso, dicho incremento dependerá de la tasa de devaluación anual. Por ejemplo, si la tasa de devaluación anual es del 2% su relación cuota/ingreso pasa del 35% al 36,2%, al cabo de un año, incremento que es manejable dentro del presupuesto del deudor. Si la tasa de devaluación anual es del 5%, entonces la relación cuota/ingreso se incrementa del 35% al 38,5% en el periodo de un año; mientras que si la tasa de devaluación anual es del 10%, dicha relación pasa del 35% al 42% en el transcurso de un año.

⁵⁷ Para el gráfico se ha supuesto que es un tomador de crédito que se financió un monto de \$58,6 miles, cuyo ingreso familiar es de ₡800 mil y que toma un crédito en dólares al 8% anual. Adicionalmente se ha supuesto tres tasas de devaluación anual, del 2%, 5% y 10%, respectivamente.

Gráfico 15

Evolución de la relación cuota ingreso ante diferentes escenarios de devaluación



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

LA ESTABILIDAD MONETARIA Y SU CONTRIBUCIÓN A LA EFICIENCIA Y ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

Un aspecto fundamental en la relación de la política monetaria y la política financiera, es la determinación de si entre ambas se apoyan o por el contrario no se está logrando un complemento entre los objetivos perseguidos. Para lo cual en esta ponencia, se parte de que las acciones de una política financiera buscan aumentar la eficiencia del sistema financiero.

Puesto que “la eficiencia de los mercados financieros viene definida tanto desde el punto de vista de la asignación, esto es, que los fondos sean encauzados hacia las inversiones con mayores rendimientos según los diferentes niveles de riesgo, como desde la óptica operativa, es decir, alcanzar una minimización en los costes (costes de transacción y de búsqueda de información, principalmente)”⁵⁸; entonces en esta ponencia se enfocan más los aspectos de índole operativa.

Como premisa se tiene que “un sistema financiero no es eficiente si los intermediarios no pueden lograr una intermediación de fondos al menor costo posible, ya sea por distorsiones en la estructura de mercado, por regulaciones, por el desaprovechamiento de economías de escala o de ámbito (*economies of scope*), o por una estructura de derechos de propiedad que desincentive la utilización mínima de recursos”⁵⁹.

⁵⁸ Ver Oliver (1996), página 21.

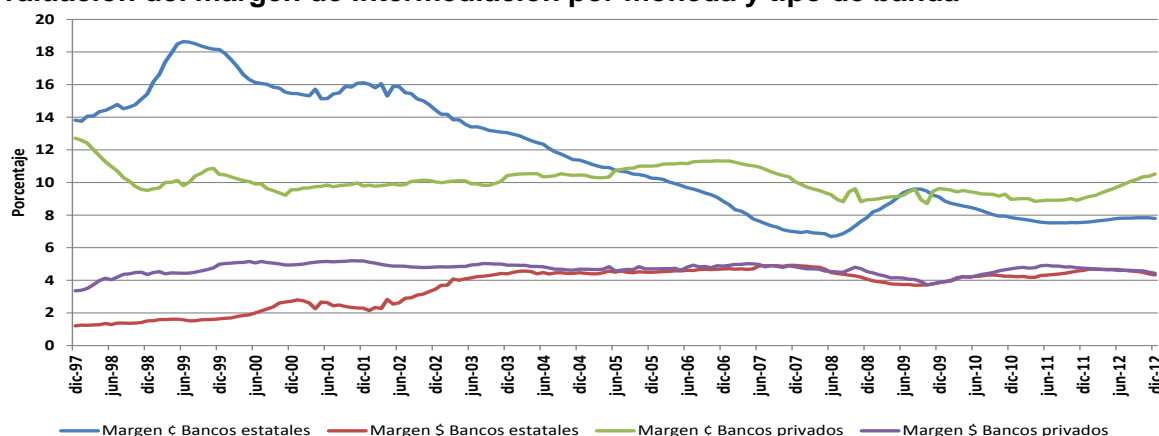
⁵⁹ Ver Camacho y Mesalles (1994), página 39.

Evolución de los márgenes de intermediación

La utilización del margen de intermediación permite analizar cómo ha sido el proceso de minimización de los costos de transacción y búsqueda de información, por parte de la banca comercial en su función de intermediario financiero. Este margen de intermediación⁶⁰ debe cubrir lo siguiente “primero el costo de los fondos que tiene el intermediario en activos que no devengan intereses, segundo, los costos de transacción relacionados con el manejo de depósitos y activos adicionales que devengan intereses, y tercero, algún rendimiento del capital invertido en el negocio del intermediario”⁶¹.

Como se observa en el gráfico 16, el margen de intermediación en colones para la banca estatal ha mostrado una reducción desde mediados de 1999 y de forma más pronunciada en el período 2001-2008, pues pasa de 16 puntos porcentuales a 6,85 puntos porcentuales. A partir de este mínimo alcanzado a mediados del 2008, dicho margen experimenta un proceso de reversión por un periodo aproximado de un año y vuelve a descender pero se estabiliza alrededor de los 10 puntos porcentuales. El margen de intermediación de la banca privada ha fluctuado alrededor de los 10 puntos porcentuales y solamente en los últimos meses ha mostrado una tendencia al alza.

Gráfico 16
Evaluación del margen de intermediación por moneda y tipo de banda



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

En lo que respecta, a los márgenes de intermediación en dólares llama la atención el aumento experimentado por este en la banca estatal desde el 2001 y por la banca privada desde mediados de 1998. Pero más aún la semejanza de ambos márgenes de intermediación desde finales de 2004, pues han fluctuado alrededor de los 4 puntos porcentuales. En el último año se han ubicado más cerca de los 5 puntos porcentuales.

⁶⁰ En esta ponencia se usa un margen de intermediación suministrado por el BCCR.

⁶¹ Ver Barro (1986), página 399.

Los factores que inciden en estos márgenes

Como se indicó anteriormente, uno de los primeros costos que debe cubrir el margen de intermediación es el costo de los fondos que tiene el intermediario en activos que no devengan intereses, esto no es más que el costo que implica la creación de la reserva que se origina por la imposición del encaje mínimo legal por parte del BCCR. Durante el periodo del 2004 al 2011, el BCCR aumento gradualmente el porcentaje de encaje mínimo legal hasta llevarlo al nivel máximo del 15%⁶², modificó la operativa para llevar el control de estos depósitos⁶³ e incremento el alcance de los depósitos sujetos a encaje⁶⁴, estas medidas buscaron mejorar eficiencia del control monetario del encaje, pero implicó para los intermediarios financieros una menor velocidad de circulación del dinero y una mayor demanda de liquidez, que por ende significó en un mayor costo el cumplir estas disposiciones monetarias. Esto explica en parte porque se detiene el proceso de reducción del margen de intermediación.

El segundo costo se relaciona con los costos de transacción relacionados con el manejo de depósitos y activos adicionales que devengan intereses. Dichos costos han experimentado un incremento después del 2008, consecuencia de las mayores dificultades experimentadas por los intermediarios financieros en cuanto al seguimiento y control de los créditos otorgados antes de la crisis financiera internacional y que se muestran vigentes con posterioridad a dicho evento. Esto no es más que el mayor costo asociado al incremento del riesgo de mora e impago por parte de los deudores producto del deterioro de sus balances que se derivó de la ralentización de la actividad económica en general⁶⁵.

Tal situación es común al crédito en colones como en dólares. Sin embargo, es preciso indicar que en el margen de intermediación en dólares, tanto para la banca estatal como para la banca privada, otro factor que ha incidido en su incremento no solo es atribuible a un mayor costo relacionado con el manejo de los activos que generan interés, sino que corresponde al logro de un mejor costo de fondeo en moneda extranjera que no se traslada a las tasas de interés activas.

Como consecuencia de que el país, volvió a los mercados financieros internacionales⁶⁶ y una mayor penetración de la banca internacional en el sistema financiero nacional⁶⁷,

⁶² El BCCR, en el periodo 2005-2007, elevó de forma gradual el encaje mínimo legal hasta el tope máximo permitido en la legislación, sin que la autoridad monetaria tenga que asumir un costo por los fondos depositados por las instituciones financieras.

⁶³ El BCCR, en el periodo 2007-2009, modificó la forma de cálculo de los saldos promedios y el porcentaje que las instituciones financieras deben mantener depositados como encaje mínimo legal.

⁶⁴ El BCCR, en el periodo 2009-2011, exigió el depósito de reservas a las cooperativas de ahorro y crédito, así como a las asociaciones solidaritas; e incluyo dentro de los rubros sujetos a encaje el financiamiento de corto plazo proveniente del exterior para las instituciones financieras locales.

⁶⁵ En el apartado de seguimiento al comportamiento del crédito, se muestra como estos mayores riesgos se tradujeron en un incremento en la tasa de morosidad del sistema financiero.

⁶⁶ Producto de la aprobación en 1997 de la Ley 7671, Ley de autorización para emitir títulos valores para ser colocados en el mercado internacional, con el fin de convertir parte de la deuda interna en títulos en moneda extranjera.

la banca estatal y privada contaron con una fuentes de financiamiento del exterior, la cual cuenta con un costo más bajo que el fondeo local, que le permitió mantener relativamente bajas las tasas de interés en dólares de captación a nivel local, pero que dicha reducción no fue trasladada hacia las tasas de interés activas, lo que contribuyó al incremento observado en el margen de intermediación en dólares.

Del 2008 al 2012, la banca estatal ha experimentado una reducción de 119 puntos base en la tasa de interés pasiva promedio, mientras que en la banca privada dicha disminución asciende a 168 puntos base. En ambos tipos de bancos, la tasa de interés activo promedio se ha mantenido estable alrededor del 10%.

Otro factor que explica la existencia del margen de intermediación es la exigencia de una utilidad normal sobre el capital o patrimonio de los bancos que asumen por llevar a cabo su función de intermediario financiero. Sin embargo, tal aspecto no ha influido en el incremento experimentado en los últimos años, pues en los años post crisis la rentabilidad de dichos intermediarios ha estado disminuida respecto al período de anterior a la crisis.

Asimismo, otro factor que explica la evolución del margen de intermediación es el descalce de plazos con que opera la banca comercial en Costa Rica. La banca comercial tiende a colocar crédito en operaciones cuya maduración no guarda relación con el vencimiento de sus pasivos. Estos últimos, por lo general se concentran en plazos menores a un año y por ende la fijación de la tasa de interés se ubica en niveles bajos, mientras que la fijación de las tasas de interés para los créditos recoge su característica de largo plazo. Esta brecha entre los plazos de las operaciones de activo y las operaciones de pasivo de la banca comercial también explica el aumento del margen de intermediación financiera.

Un factor que también influye en el margen de intermediación financiera es la educación financiera. Por lo general, el tomador de crédito se encuentra en una situación en la que premia la inmediatez del desembolso del préstamo, su análisis se centra en el flujo de caja de la operación y deja de lado la rigurosidad de análisis de la operación de crédito. Esta falta de profundización en el escrutinio de las diferentes opciones de financiamiento, se puede atribuir a una baja educación financiera de los tomadores de crédito. Los cuales solo desean asegurar fondos y no se detienen a revisar el precio o costos que están asumiendo por tomar dicha obligación. Incluso los deudores llegan a aceptar créditos en los que se les ha ofrecido una disminución de la tasa de interés, pero que por la vía de las comisiones en realidad están pagando la misma tasa de interés fijada antes de la renegociación de esta variable⁶⁸.

⁶⁷ Mediante la adquisición por parte de grupos financieros internacionales de grupos financieros locales o regionales, por ejemplo, Scotiabank de Corporación Interfin (grupo local) o Citibank de Corporación UBC (grupo regional).

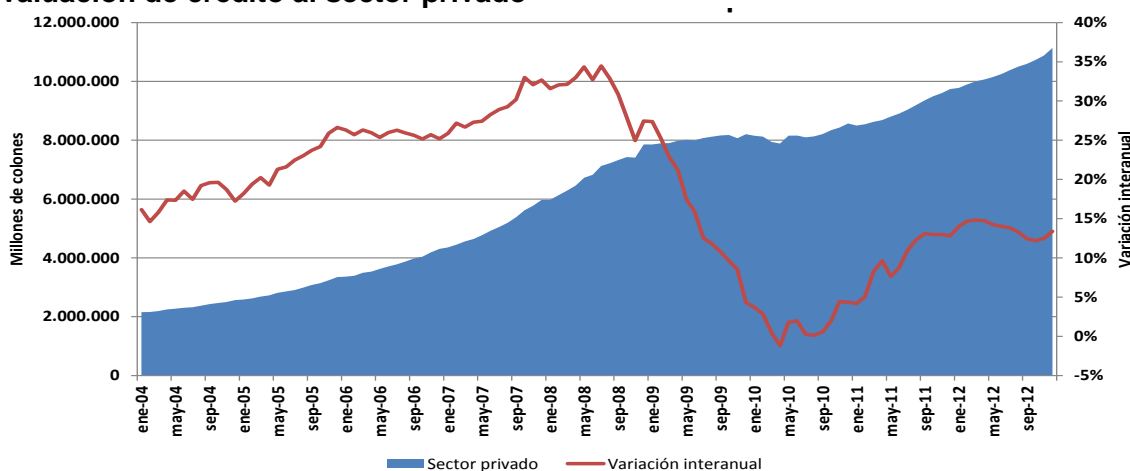
⁶⁸ Este es el mejor de los casos, porque podría ser factible que termina asumiendo una operación con un mayor costo financiero.

Por tanto, se puede concluir que los agentes económicos experimentan una situación en la que tienen estabilidad monetaria, la inflación se encuentra controlada, estabilidad cambiaria, pues el tipo de cambio se encuentra cercano al tipo de cambio de intervención del BCCR, pero que sin embargo, no solo les implica una mayor volatilidad en tasas de interés, sino que esta ha estado aparejada a un leve incremento en los márgenes de intermediación.

Seguimiento al comportamiento del crédito

¿Qué se puede mencionar respecto a la estabilidad del sistema financiero? Para dar respuesta a esta interrogante esta ponencia se centra en dos aspectos del comportamiento del crédito: la evolución del volumen registrado antes y después de la crisis financiera internacional y el comportamiento de la morosidad de la cartera mayor a 90 días como porcentaje de la cartera total.

Gráfico 17
Evaluación de crédito al sector privado



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

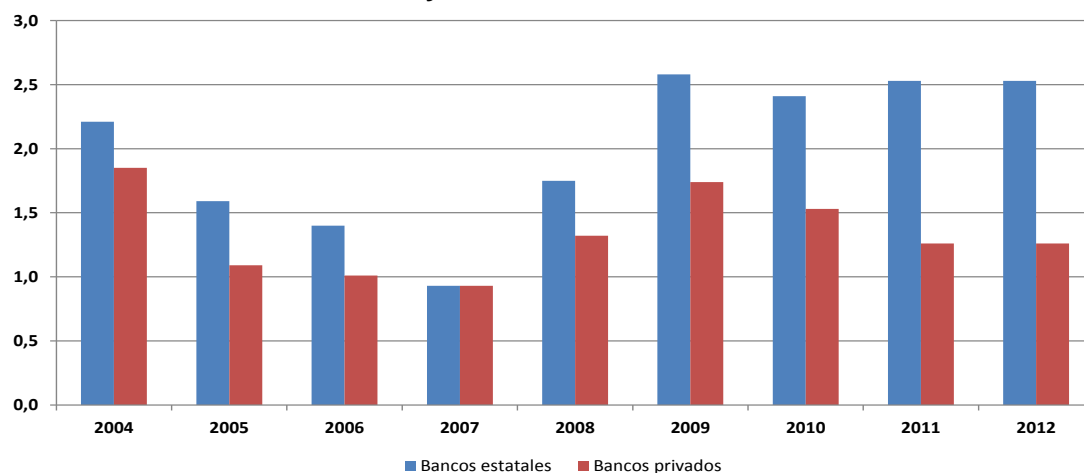
Como se observa en el gráfico 15, antes de la crisis las tasas de crecimiento interanuales que registraba el crédito al sector privado superaban los niveles del 20%, lo que explica porque en cuatro años el saldo colocado casi que se cuadruplica al pasar de $\text{¢}2$ billones en diciembre 2003 a $\text{¢}7,8$ billones en diciembre 2008. Este fuerte crecimiento se detiene durante el 2009 y el primer semestre del 2010, período en el cual el saldo se mantuvo en un nivel estable cercano a los $\text{¢}8$ billones. Posteriormente a partir del segundo semestre del 2010, el saldo vuelve a mostrar tasas de crecimiento positivas, sin embargo, estas tasas son sustancialmente menores a las registradas en el periodo anterior a la crisis financiera.

Salvo el período comprendido entre 2009 y el primer semestre del 2010, la cantidad real de crédito colocado al sector privado ha aumentado, tanto antes de la crisis como posterior a la crisis, por cuanto las tasas de crecimiento nominal han superado a las tasas de inflación. Este aumento en la cantidad real de crédito se ha experimentado

incluso en los últimos años, periodo en el cual se observa un leve retroceso en los niveles de eficiencia de la banca, si se mide por el margen de intermediación.

Respecto, a la evolución de la morosidad de la cartera mayor a 90 días como porcentaje de la cartera total (ver gráfico 16), se tiene que la tasa de morosidad se modificó con posterioridad a la crisis financiera internacional, tanto para el sector de la banca del estado como para los bancos privados.

Gráfico 18
Evolución de la morosidad mayor a 90 días



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

La banca privada ha logrado disminuir de forma sistemática la tasa de morosidad, aunque no ha logrado los niveles registrados antes de la crisis; mientras que la banca estatal ha enfrentado una mayor complejidad y mantiene una tasa de morosidad alrededor de 2,5%.

En términos generales, se puede indicar que la banca ha realizado un esfuerzo de aumentar la cantidad de intermediación, medido a través del crecimiento real que ha experimentado el crédito, en un entorno caracterizado por la estabilidad monetaria y cambiaria, pero con una mayor volatilidad en la tasa de interés, un leve deterioro en su eficiencia para llevar a cabo la intermediación financiera y un deterioro en la calidad del crédito colocado.

Concretamente, a abril de 2013 el crédito total crece a una tasa interanual del 9,4%. El crédito en moneda extranjera es el de mayor crecimiento, pues crece de forma interanual un 15,9%, en parte explicado por las menores tasas de interés, la estabilidad cambiaria y la disposición de los agentes económicos a asumir exposición cambiaria. Mientras que el crédito en colones crece interanualmente un 3,8%.

Este dinamismo que muestra el crédito en dólares fue lo que motivó al BCCR a establecer los topes al crecimiento de la cartera de crédito. Ante una economía que recibe unos fuertes flujos de capital, que ocasiona fuertes excesos monetarios, existe el riesgo de que estos excesos se canalicen hacia los mercados de crédito y terminen

recalentado la economía. Con el agravante de que ese crédito podría ser tomado en una moneda diferente a la moneda en que perciben los ingresos los deudores y esto afecte su capacidad de pago ante escenarios de devaluación inesperada.

Ahora bien, el desempeño del sector real en los primeros cuatro meses del 2013, en particular lo que acontece con la demanda de inversión y la formación bruta de capital, inducen a establecer que estos topes no serán necesarios pues la banca comercial enfrenta una baja demanda de crédito. De hecho, la encuesta empresarial realizada por la Unión de Cámaras Empresariales Privadas (UCAEP) evidencia que un 55% de los empresarios entrevistados no realizarán inversiones de capital. Adicionalmente, se han anunciado recientemente medidas macroprudenciales por parte de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), relacionadas con el establecimiento de criterios más rigurosos cuando se formalicen créditos en moneda extranjera.

LOS COSTOS DE DEFENDER UN TIPO DE CAMBIO EN TÉRMINOS DEL MANEJO MONETARIO O PRUDENCIAL

Como se ha indicado anteriormente, las fuertes entradas de capital han obligado al BCCR a intervenir en el mercado cambiario, mediante la utilización del tipo de cambio de intervención de compra, con lo cual defiende el tipo de cambio en el parámetro inferior de la banda cambiaria. Esto ha implicado un desajuste en las dotaciones de liquidez con que opera en la economía costarricense.

Esta situación ha conducido a la economía costarricense, a partir del programa macroeconómico revelado a finales de enero de 2013, a frenar el proceso de desinflación y potencialmente a mantener alejado el propósito de política monetaria de reducir la inflación en el mediano plazo y ha incentivado la adopción de cierto tipo de políticas que muchos ya consideraban desterradas, pues los topes de cartera se habían dejado de implementar desde mediados de la década de los ochenta y los controles de capital desde mediados de 1992.

La inconsistencia temporal de la política

Una política dinámicamente inconsistente es “una política que, considerada óptima en un momento determinado, deja de serlo en otro posterior, sin que haya mediado nueva información relevante que aconseje cambiar la decisión”⁶⁹.

Para el caso costarricense, una política actualmente en vigor es el esquema de bandas cambiarias. Tal política será creíble en la medida en que lo anunciado en el programa macroeconómico del BCCR y la puesta en práctica de esta programación sean

⁶⁹ Ver Argandoña, A., Gámez, C y Mochón, F. (1996), página 251.

consistentes con las expectativas de los agentes económicos acerca del esquema de bandas cambiarias.

En cada uno de los programas macroeconómicos anunciados se ha señalado que la adopción de un esquema de metas de inflación, implica que el tipo de cambio se debe convertir en el amortiguador primario de los choques que enfrente la economía costarricense, por tanto, se deberá desmontar el régimen cambiario actual, donde las intervenciones del BCCR se realizan de forma explícita en los límites de la banda cambiaria.

No obstante, consecuencia de la necesidad de financiar el déficit del sector público en el exterior y de un déficit en cuenta corriente más autofinanciable en el mediano plazo, los flujos de capital que ingresa al país son de tal consideración, que dificultan la implementación de la meta operativa en un esquema de metas de inflación. Dichos flujos de capital generan que el esquema de bandas no parezca creíble al mercado, por tanto, los agentes económicos generan expectativas de apreciación del tipo de cambio.

Ante tal escenario, parece óptimo adoptar una mayor flexibilidad en materia cambiaria, que implicaría el abandono de las bandas cambiarias y lo cual sería consistente con lo indicado en los diferentes programas macroeconómicos del BCCR. Sin embargo, esta política inicialmente propuesta como óptima es dejada de lado, pues mantener el esquema de bandas cambiarias, política subóptima de conformidad con el mismo BCCR, ahora presenta ventajas sobre la flexibilidad cambiaria y acaba por imponerse como una política preferible.

Esta preferencia se encuentra ligada a un compromiso implícito por parte de las autoridades económicas costarricenses en mantener cierto nivel de producto. Pues se parte de la premisa que una apreciación del tipo de cambio implicará una reducción en los niveles de competitividad del sector productivo, principalmente el de bienes transables, que conllevaría a un proceso de cierre de empresas y por ende a una reducción en el nivel de empleo.

¿Será óptimo flexibilizar el tipo de cambio? Ante este panorama, ahora las autoridades económicas pensarán que no es conveniente tener un sector productivo orientado al exterior contraído y enfrentando dificultades. Por tanto, la política óptima de flexibilización cambiaria diseñada al escoger un esquema de metas de inflación deja de ser óptima. Esto no es más que un caso de una inconsistencia temporal de la política anunciada por el BCCR.

El problema radica en que los agentes económicos entonces detendrán la revisión a la baja de las expectativas de inflación, porque observarán un relajamiento en el compromiso de llevar a cabo un control de la inflación, por parte del BCCR. Y un asunto de más difícil resolución, es que las autoridades económicas pueden quedar atrapadas en la escogencia de la política subóptima, porque siempre llegado el momento de decidir, la política subóptima será vista como la política óptima.

Regresión en la histórica

Con el propósito de que los agentes económicos no quiebren el proceso de revisión a la baja de las expectativas de inflación y mantener la credibilidad en el proceso de desinflación, la autoridad monetaria desempolvó una serie de instrumentos de política no utilizados en los últimos veinte años en el caso costarricense⁷⁰. Estos son el uso de controles de capital y las restricciones de crédito.

Uso de controles de capital

La instauración de los controles de capital busca desincentivar la afluencia de capital, y por ende, reducir la intervención del BCCR en el mercado interbancario de divisas y consecuentemente eliminar o controlar la emisión monetaria. De forma complementaria, propiciar una mayor credibilidad de los agentes económicos en el sistema de bandas.

Para lo cual el Poder Ejecutivo propuso un proyecto de Ley⁷¹, que busca aumentar las retenciones al exterior sobre los rendimientos pagados a inversionistas no residentes, 30 puntos porcentuales adicionales e incluso llegar a 38 puntos porcentuales, para lo cual se incluirá un nuevo artículo a la Ley del Impuesto sobre la Renta. Dicha retención se distribuirá en un 75% al BCCR para que amortice la cuenta de estabilización monetaria.

Adicionalmente, el proyecto busca establecer depósitos obligatorios a los flujos que se destinen a invertir en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI). El depósito obligatorio sobre el capital externo podrá ser por un monto equivalente de hasta el 25% de los fondos provenientes de los inversionistas no residentes. Esto implicará la incorporación de un artículo a la Ley Orgánica del BCCR.

Una preocupación indicada respecto a la imposición de controles de capital⁷², es que en entorno internacional caracterizado por tasas de interés reducidas podría ser una medida adecuada. Pero cuando las tasas internacionales reviertan y empiecen a subir, que tipo de política deberá implementarse para convencer a los inversores internacionales de traer su capital, si en las circunstancias actuales se les manifestó que no requeríamos de su financiamiento y de pasar el proyecto hasta se les penalizará por suministrar este capital.

⁷⁰ Esto es enteramente cierto para el caso del uso de controles de capital, pues durante 1998 se emitió una directriz a los bancos del estado para que restringieren el crédito, por lo que en este caso son instrumentos no usados en los últimos 15 años.

⁷¹ Este proyecto ya fue dictaminado por la comisión legislativa respectiva, pero al momento de escribir esta ponencia no ha sido aprobado por la Asamblea Legislativa.

⁷² Esta tesis fue expuesta por Francisco Gutiérrez De Paula, en el Foro Respuestas de Política frente a las Entradas de Capital, el cual puede ser visto en <http://youtube.com>.

Regreso a las restricciones de crédito

La otra medida versa sobre la cantidad de intermediación financiera que se espera para la economía costarricense. Desde un punto de vista teórico, los niveles de producto, es decir, el nivel de producción de una economía es una función positiva de la cantidad de intermediación financiera que brinden los diferentes intermediarios financieros.

El BCCR estableció un límite global de crecimiento acumulado para el crédito total, el cual debe ser del 9% entre febrero 2013 y octubre 2013 (12.2% tasa anualizada). Asimismo, concretamente para el crédito en moneda extranjera estableció que si el crecimiento anual al 31 de diciembre 2012 fue inferior o igual a 20%, el crecimiento acumulado entre febrero 2013 y octubre 2013, en el saldo de la cartera crediticia no podría superar el 6% (8% tasa anualizada), mientras que si el crecimiento anual del 2012 fue superior a 20%, el crecimiento acumulado en el saldo de la cartera crediticia no podría superar el 30% de la tasa registrada al 31 diciembre 2012.

Desde el BCCR, se ha señalado que estas tasas de crecimiento son congruentes con el nivel de crecimiento esperado por la economía costarricense durante el presente año. Parece desprenderse de esta aseveración, que el propósito de la medida es evitar un recalentamiento de la economía costarricense.

Pues ante un entorno de baja rentabilidad y excesos en los mercados financieros, es probable que parte de la presión de los mercados financieros se traslade al sector real. Esto generaría una segunda situación adversa, la cual es que se genere un sobrecalentamiento de la economía costarricense, ya sea mediante:

1. El aumento de endeudamiento/apalancamiento de los agentes económicos privados. Como se señaló anteriormente, a pesar del choque de la crisis financiera internacional, del leve aumento del margen de intermediación y mayor tasa de morosidad, los intermediarios financieros han incrementado la cantidad real de crédito. Por tanto, si el exceso monetario ocasionado por la intervención cambiaria, es conducida por los intermediarios financieros hacia proyectos de financiamiento, es probable que el sector real experimente un mayor nivel de endeudamiento y apalancamiento.
2. Aumento de la demanda interna y por ende del nivel de producto de los sectores económicos vinculados a esta. Si el exceso monetario se convierte en un mayor gasto por parte de los agentes económicos, entonces es de esperar que bienes y servicios del sector no transable experimenten un incremento en sus niveles de producto.
3. Aumento del nivel de importaciones y por ende un deterioro del déficit en cuenta corriente. Si parte del exceso monetario es canalizado, por el contrario, al sector de bienes y servicios de bienes transables, entonces el efecto será un mayor déficit en cuenta corriente y modificar la senda de déficit de cuenta corriente que es autofinanciable en el mediano plazo.

Es importante señalar que la materialización de cualquiera de las tres situaciones anteriores se experimentaría en una economía como la costarricense, la cual ya muestra un deterioro de sus finanzas públicas. Por tanto, el resultado podría resultar en un desequilibrio no solo del sector público, sino también del sector privado.

Los costos que emergen

Si se parte del siguiente diagnóstico:

1. Desde el 2006 Costa Rica ha operado con un sistema de bandas cambiarias, que permite cierta flexibilidad del tipo de cambio dentro de ciertos límites. Sin embargo, en los últimos ocho meses este sistema se ha caracterizado por ser más un régimen cambiario fijo *de facto*.
2. Una vez que el mercado interbancario de divisas opera en el límite inferior de la banda, dicho sistema se convierte en uno de las principales fuentes de inestabilidad macroeconómica en Costa Rica, producto de la mayor emisión monetaria.
3. La defensa del límite inferior de la banda ha implicado un aumento de los activos de reserva internacional por parte del BCCR. Lo cual es bueno pues fortalece la posición de activos de reserva de la autoridad monetaria, sin embargo, esta acumulación no es sostenible en el mediano plazo, aumenta las pérdidas del BCCR.
4. Costa Rica no se encuentra en condiciones de implementar un sistema de cambios “super fijo”, en otras palabras plantear una caja de conversión ni llevar a cabo una dolarización, debido a que no cumple con la mayoría de los requisitos de implementar un sistema de cambio “super fijo”⁷³.

Entonces las consecuencias posibles de mantenerse en el curso actual de defensa del tipo de cambio en el límite inferior de la banda debido a la entrada de capitales y diferenciales de las tasas de interés son las siguientes:

1. Inestabilidad de las tasas de interés. Como se indicó anteriormente, dado que las tasas de interés cargarán con el peso de los ajustes, entonces los agentes económicos deberán acostumbrarse a períodos de estabilidad en las tasas de interés seguidos por periodos donde habrá alta volatilidad de las tasas de interés, lo cual evita la colonización por parte de los agentes económicos.

⁷³ En esta ponencia no se ahonda sobre estos requisitos, pero se puede encontrar una discusión del tema en Edwards, S. (2000). Dentro de estos requisitos están la solvencia fiscal, la capacidad de implementar políticas fiscales contracíclicas, delegación de la función de prestamista de última instancia, contar con un sistema bancario sólido y sano, mantener un elevado monto de reservas internacionales y establecer con bastante precisión el tipo de cambio al que se realiza la conversión de regímenes.

2. Escenarios para llevar a cabo especulación cambiaria. Anteriormente se indicó que una vez que el tipo de cambio se pega al límite inferior de la banda, se genera un sentimiento de estabilidad y apreciación, que propicia la especulación de índole financiera, mediante las oportunidades de arbitraje que se evidencian como consecuencia del diferencial de tasas de interés locales versus las tasas de interés internacionales.
3. Aumento del riesgo país. Si consecuencia de la presión fiscal, las tasas de interés se presionan al alza y no es factible obtener financiamiento del exterior, entonces se experimentará un aumento de la prima de riesgo, la cual también será trasladada al costo del crédito, provisto tanto por intermediarios financieros locales como internacionales.
4. Se inhibe al tipo de cambio de su función de trasmisor de información. No se le permite a la economía contar con variabilidad del tipo de cambio nominal, de forma que el tipo de cambio real se ubique en función de los equilibrios alcanzados tanto en el mercado de bienes como en los mercados financieros. Esta inhibición conlleva a renunciar a la función que desempeña un precio tan importante en la asignación de recursos, por tanto, es de esperar que el grado de ineficiencia con que opera la economía costarricense sea mayor⁷⁴.

RIESGOS QUE ENFRENTA EL BCCR PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MONETARIA

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

A los factores de riesgo anteriores hay que agregar tres más. El primero se refiere a la incubación de un déficit cuasifiscal en el balance del BCCR. La fuerte intervención en el mercado cambiario y la consecuente esterilización en los mercados interbancarios de dinero, han propiciado un incremento de los pasivos con costo del BCCR. Un segundo riesgo es el proceso de revisión del nivel de expectativas por parte de los agentes económicos, producto de la inconsistencia temporal de la política monetaria y cambiaria. Tercero, una modificación o aceleración del proceso inflacionario como consecuencia de la incubación de dicho déficit cuasifiscal y un eventual deterioro de las expectativas de inflación.

⁷⁴ Esto es un contrasentido, mientras en la década de los ochenta y noventa, se argumentó que la economía costarricense requería de ajustes estructurales, que requirió acciones políticas concretas como la implementación de los Programas de Ajuste Estructural (PAE), ahora que este ajuste es conducido por el mercado son acciones políticas concretas las que inhiben el ajuste.

Riesgos de la política monetaria en el contexto actual

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

1. Restricción de una economía bimonetaria. Dado el fuerte proceso de colonización experimentado al final del 2012 e inicios del 2013, un choque adverso en la economía, provocaría que el tipo de cambio aumente, y por ende repercutir en las hojas de balance del sector privado y someter a la economía a tensiones y efectos no deseados sobre el nivel de producto. Asimismo, podría provocar el uso del índice de incidencia y por ende afectar la evolución de los precios domésticos.
2. Flujos de capital de corto plazo. La diferencia entre las tasas de interés domésticas versus las tasas de interés internacionales, podría provocar otra oleada de flujos de capital de corto plazo, que conllevarían a nuevas intervenciones por parte del BCCR, lo que aumentaría el desequilibrio monetario con que opera la economía costarricense. Aunque es importante hacer notar que los flujos de capital experimentados en el 2012, se posicionaron sobre títulos valores con vencimientos en el mediano y largo plazo, lo cual matiza el tema de los flujos de corto plazo.
3. Ante un escenario de incertidumbre internacional y dado que el tipo de cambio se encuentra en el límite inferior de la banda, el tipo de cambio experimentará una presión a subir, y por ende repercutirá en las hojas de balance del sector privado y eventualmente presionar los activos de reserva del BCCR.
4. Situación fiscal del gobierno central. La persistencia del déficit fiscal podría aumentar la carga de la deuda pública con respecto al nivel de producto y derivar en una presión de demanda interna que podría desembocar en una modificación en la senda de inflación y sus consecuentes efectos reales sobre la economía.
5. Exceso de intervención en el mercado cambiario. Las intervenciones del BCCR en el mercado cambiario podrían estar sujetas a errores por parte de los responsables de la política, por tanto, de presentarse esta situación las intervenciones en dicho mercado podrían ocasionar efectos no deseados sobre los precios internos, el tipo de cambio y el nivel de producto.
6. Incubación de un déficit cuasifiscal en el BCCR. De mantenerse la necesidad de esterilización por parte de la autoridad monetaria, es de esperar un deterioro en el nivel de pérdidas del BCCR, y por ende, afectar su compromiso de mantener restringido la fuente de emisión de dinero, lo que indudablemente afectará la senda de inflación.

7. Revisión del nivel de expectativas por parte de los agentes económicos. Si los agentes económicos perciben la existencia de la inconsistencia dinámica de la política adoptada por el BCCR, entonces esperarán un menor compromiso por parte del BCCR en restringir la emisión monetaria, y por ende, esperarán en el futuro un cambio en la senda de expectativas de inflación.
8. Modificación del proceso inflacionario. Si se desborda el crecimiento del déficit cuasifiscal que asume el BCCR y se deteriora el anclaje de expectativas de inflación de los agentes económicos, entonces es de esperar una modificación en el proceso inflacionario del país. La asunción de este déficit cuasifiscal complicaría la situación financiera del BCCR, la cual ya es frágil pues su patrimonio es negativo, lo cual le resta grados de libertad para implementar política monetaria.

Los riesgos que muestran una mayor incidencia

En el cuadro 6 se muestra el resultado de incidencia esperada que resulta de un análisis cualitativo sobre los riesgos señalados en el apartado anterior. Para determinar la incidencia de los riesgos señalados, se utiliza un indicador de riesgo bruto, el cual consiste en multiplicar un factor de probabilidad por un factor de severidad. Ambos factores cuenta con tres niveles y tres magnitudes: el nivel bajo tiene una magnitud de 1, el nivel medio de dos y el nivel alto de tres. Por ejemplo, si un riesgo tiene una alta probabilidad y una alta severidad, su riesgo bruto y por ende su incidencia es igual a 9 (3x3). Un riesgo bruto por debajo de 3 es de baja incidencia, mientras que un riesgo bruto igual a 3 pero menor a 6 es de media incidencia y si el riesgo bruto es mayor o igual a seis es de alta incidencia.

Cuadro 6
Nivel de incidencia esperado de factores riesgo

Factores de riesgo	Probabilidad	Severidad	Riesgo Bruto	Nivel de incidencia
Restricción de una economía bimonetaria	1	2	2	Baja
Flujos de capital de corto plazo	2	2	4	Media
Escenario de incertidumbre internacional	1	2	2	Baja
Situación fiscal del gobierno central	2	3	6	Alta
Exceso de intervención en el mercado cambiario	2	2	4	Media
Incubación de un déficit cuasifiscal en el BCCR	2	3	6	Alta
Revisión de expectativas por parte de agentes económicos	2	3	6	Alta
Modificación del proceso inflacionario	2	3	6	Alta

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, si es correcto este análisis cualitativo entonces los riesgos que más influirán para no lograr mantener la estabilidad monetaria son la situación fiscal del gobierno

central, la incubación de un déficit cuasifiscal en el BCCR, la revisión de expectativas por parte de los agentes económicos y modificación del proceso inflacionario. Seguidos estos factores por los factores de riesgos relacionados con los flujos de capital de corto plazo y un exceso de intervención del BCCR en el mercado interbancario de divisas. En última instancia, la aparición de los dos nuevos de riesgos se relaciona con la credibilidad que logren mantener los agentes económicos sobre las políticas anunciadas y ejecutadas por la autoridad monetaria.

CONCLUSIONES

Durante el 2012 se observó el cumplimiento del objetivo inflacionario establecido por el Banco Central de Costa Rica (BCCR), sin embargo, en el último año el subíndice de precios regulados mostró un incremento superior al incremento mostrado en el IPC.

Respecto al tipo de cambio, se observó en buena parte del 2012 y en lo que va del 2013 una tendencia a ubicarse en el límite inferior de la banda cambiaria. Lo cual prácticamente ha configurado que la economía costarricense opere en un sistema de tipo de cambio fijo de facto.

Al no existir volatilidad en materia del tipo de cambio, la carga del ajuste es asumida por el comportamiento de las tasas de interés y los rendimientos de los títulos valores. Durante buena parte del 2012, tanto las tasas de interés como los rendimientos de los títulos valores aumentaron en términos reales. Sin embargo, dicha situación se revierte una vez que las dotaciones de liquidez del sistema financiero se vieron modificadas como consecuencia de la intervención del BCCR, tanto en el mercado interbancario de divisas como en el mercado interbancario de dinero. Con lo cual, el ajuste fue asumido por el aumento en los activos de reserva por parte del BCCR y una defensa del tipo de cambio en el límite inferior de la banda.

En el contexto descrito anteriormente entonces se ha evidenciado la existencia de una inconsistencia temporal de la política monetaria. La mayoría de agentes conocen que el compromiso con el objetivo inflacionario no puede ser compatible con el compromiso en política cambiaria que mantiene la autoridad monetaria. Sin embargo, la política óptima de adoptar una mayor flexibilización cambiaria, no es preferida a una política subóptima como lo es mantener el sistema de bandas cambiarias.

Tal inconsistencia temporal de la política monetaria y cambiaria puede conllevar a una serie de consecuencias, como las siguientes: a) la inestabilidad de las tasas de interés, b) existencia de escenarios para llevar a cabo especulación cambiaria, c) aumento del riesgo país y d) inhibición del tipo de cambio en su función de trasmisor de información.

Por último, en dicho contexto se aumentan los factores de riesgo que enfrenta el BCCR para mantener la estabilidad monetaria. Dentro de estos factores se encuentran: a) la restricción de una economía bimonetaria, b) existencia de flujos de capital de corto plazo, c) incertidumbre internacional, d) la situación fiscal del gobierno, e) una

inadecuada intervención en el mercado cambiario, f) la incubación de un déficit cuasifiscal en el balance del BCCR, y g) la revisión del nivel de expectativas por parte de los agentes económicos.

BIBLIOGRAFÍA

- Appleyard, D. y Field, A. *Economía Internacional*. Irwin, Madrid, España, 1995.
- Argandoña, A., Gámez, C y Mochón, F. *Macroeconomía Avanzada I Modelos dinámicos y teoría de la política económica*. McGraw-Hill, Madrid, España, 1996.
- Banco Central de Costa Rica, División Económica. Octubre 2012. Informe de Inflación Setiembre 2012. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Enero 2012. Programa Macroeconómico 2012-13. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Enero 2013. Programa Macroeconómico 2013-14. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Enero 2013. Comentario sobre la economía nacional No. 1-2013, San José, Costa Rica.
- Barro, R. *Macroeconomía*. Nueva Editorial Interamericana, México D.F., México, 1986.
- Barro, R., Grilli, V. y Febrero, R. *Macroeconomía. Teoría y Política*. McGraw-Hill, Madrid, España, 1997.
- Camacho, E. y Mesalles, L. Margen de intermediación y eficiencia en la banca. En Regulación, competencia y eficiencia en la banca costarricense. Academia de Centroamérica, San José, Costa Rica, 1994.
- Castro, I. Principales resultados y limitaciones de la política monetaria y cambiaria en el 2011. Ponencia preparada para el Decimooctavo Informe Estado de la Nación 2011. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica, 2012.
- Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). *El Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos*. Reuniones y Seminarios, México, 1980.
- Edwards, S. *La Situación Macroeconómica en Guatemala: Evaluación y Recomendaciones sobre Política Monetaria y Cambiaria*. Publicado en Banco Central de Guatemala, 2000.

Friedman, M. Inflation: Causes and Consequences, en Dollars and Deficits, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, Nueva Jersey, 1968.

Hayat, S. y San Millán, A. Finanzas con Excel. McGraw-Hill, Madrid, España, 2001.

Kozikowski, Z. Finanzas internacionales. Segunda edición, McGraw-Hill, México D.F., México, 2007.

LeRoy, R. y Pulsinelli, R. Moneda y banca. McGraw-Hill, Santafé de Bogotá, Colombia, 1992.

Marín, J. y Rubio, G. Economía financiera. Antoni Bosch editor. Barcelona, España, 2001.

Morandé, F. y Tapía, M. Política cambiaria en Chile: El abandono de la banda y la experiencia de flotación. En Economía chilena, Banco Central de Chile, Departamento de Publicaciones, Volumen 5, No. 3, Diciembre 2002.

Oliver, M. El fenómeno de la innovación financiera: la experiencia española. Ariel Economía, Barcelona, España, 1996.

Samuelson, P y Nordhaus, W. Economía. McGraw-Hill, Duodécima Edición, México D.F., México, 1989.