



Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2024

## Investigación

Revisión de prácticas y recomendaciones para la gestión de las políticas monetaria y cambiaria en metas de inflación y su aplicación en Costa Rica y América Latina

**Investigador:**

Juan Carlos García Vargas

San José | 2024



332.46  
G216r

García Vargas, Juan Carlos

Revisión de prácticas y recomendaciones para la gestión de las políticas monetaria y cambiaria en metas de inflación y su aplicación en Costa Rica y América Latina / Juan Carlos García Vargas. -- Datos electrónicos. -- San José, C.R. : CONARE - PEN, 2024.

1 recurso en línea (64 páginas): archivos de texto PDF, 900 KB

ISBN 978-9930-636-34-3

Investigación para el Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2024

1. ECONOMÍA. 2. POLÍTICA MONETARIA. 3. DESARROLLO ECONÓMICO. 4. INFLACIÓN. 5. COSTA RICA. I. Título.



## **Indice**

Descargo de responsabilidad .....	4
Resumen .....	4
Prácticas clave en la gestión de las política monetaria y cambiaria en economías con metas de inflación y régimen cambiario flexible.....	5
Prácticas sobre la independencia, estrategia y comunicación .....	5
Prácticas a nivel operativo y los canales de transmisión .....	7
Recomendaciones sobre las intervenciones cambiarias .....	11
Revisión de prácticas de política monetaria y cambiaria en economías avanzadas y de América Latina con metas de inflación .....	14
Marco legal, gobernanza, independencia y rendición de cuentas .....	15
Formulación de la política monetaria .....	16
Instrumentalización y ejecución de la política monetaria .....	18
Estrategias de comunicación .....	19
Mecanismos de intervención cambiaria en América Latina.....	20
Tendencias económicas que diferencian la respuesta de las políticas monetaria y cambiaria en América Latina .....	22
Inflación.....	23
Crecimiento económico y actividad comercial.....	30
Cambios recientes en la política monetaria .....	33
Mercado cambiario y posición externa .....	36
Política monetaria y cambiaria en Costa Rica .....	40
Formulación de la política monetaria en Costa Rica .....	41
Ejecución de política monetaria en Costa Rica.....	44
Interacción de la política monetaria y cambiaria en Costa Rica.....	48
Estrategia de comunicación del Banco Central.....	55
Conclusiones .....	57
Bibliografía .....	58
Anexos.....	60

## **Descargo de responsabilidad**

Esta investigación se realizó para el *Informe Estado de la Nación 2024*. El contenido es responsabilidad exclusiva de su autor, y las cifras pueden no coincidir con las consignadas en el capítulo respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

## **Resumen**

Este estudio realiza una revisión de prácticas clave y recomendaciones para la formulación y ejecución efectiva de las políticas monetarias y de intervención cambiaria en esquemas de metas de inflación. Para esto, toma como referencia recomendaciones de organismos internacionales y las prácticas adoptadas en economías que tienen más tiempo gestionando su política en metas de inflación. En particular se revisan los casos de Reino Unido y Canadá como representativas de economías avanzadas y en México, Colombia y Chile como representativas de la región latinoamericana. Además de utilizar un régimen de política monetaria similar, estos países son miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, lo que supone que todos ellos aspiran a adoptar buenas prácticas en la ejecución de políticas públicas. Se incluye también Estados Unidos que, aunque su esquema no es propiamente de metas de inflación, su política monetaria tiene gran importancia a nivel global.

En general se encuentran similitudes en las prácticas de comunicación y en los marcos legales, de gobernanza y rendición de cuentas. Las diferencias relevantes están relacionadas con la instrumentalización y ejecución de la política monetaria y cambiaria, las cuales evidentemente están relacionadas y justificadas en las diferencias en desarrollo económico y de los mercados financieros entre las economías avanzadas y las de América Latina.

Al revisar las tendencias económicas recientes se encuentran diferencias entre los países de la región en los componentes de los índices de precios y los factores que activan los cambios de precios, en la estructura productiva y en las fuentes de crecimiento económico, sobre todo a nivel comercial, así como también brechas importantes en la gestión de la política cambiaria atribuidas a la madurez y desarrollo de los mercados cambiarios, a las diferencias de origen en los flujos de divisas y en los instrumentos de intervención de que disponen los bancos centrales.

Costa Rica ha tenido éxito en la adopción de algunas prácticas clave en la formulación y ejecución de su política monetaria. Entre las fortalezas están la adopción de un marco legal sólido que garantiza la toma de decisiones con independencia, la creación de habilidades institucionales para el seguimiento de la efectividad de la política monetaria y la instrumentalización de las herramientas de política en concordancia con los objetivos. El país tiene oportunidades para mejorar en lo que se refiere a la comunicación de los cambios en la política monetaria, en la ejecución de su política cambiaria y en propiciar mejores condiciones en los mercados financieros para favorecer la efectividad de la política monetaria.

## **Prácticas clave en la gestión de las política monetaria y cambiaria en economías con metas de inflación y régimen cambiario flexible**

### **Prácticas sobre la independencia, estrategia y comunicación**

De la literatura sobre la política monetaria en esquemas de metas de inflación se extraen practicas clave en relación con la formulación y ejecución efectiva de la política. Unsal et al. (2022, 2023) proponen el índice IAPOC que contiene tres dimensiones o pilares para evaluar la evolución de los esquemas de política monetaria, con un enfoque en metas de inflación. El nombre del índice responde precisamente a estos pilares: 1) Independencia y rendición de cuentas (independence and accountability, en inglés), 2) estrategia de política y operativa (policy and operational strategy) y 3) Comunicación (communications).

Estas dimensiones ofrecen una guía bastante completa sobre los principales elementos que deben ser tomados en cuenta por los bancos centrales en la formulación e implementación de las estrategias de política monetaria. Cada uno de los pilares se divide en cinco sub-pilares y estos a su vez en una serie de criterios. En total, el índice evalúa 225 criterios también clasificados de acuerdo con su propósito para evaluar la transparencia, consistencia y coherencia de los esquemas de política monetaria.

Los autores definen estos criterios de la siguiente forma: transparencia se refiere a la claridad con la que se expresa e identifica la información para que los agentes económicos comprendan cómo se formula y ejecuta la política monetaria. Coherencia son los principios que el país adopta y que reflejan un consenso sobre prácticas comunes en la implementación de un esquema de política monetaria. Consistencia se refiere a la concordancia de la ejecución de los pilares con respecto a su definición.

El pilar de **independencia y rendición de cuentas** es fundamental en el diseño de un esquema de política monetaria porque construye las bases para asegurar que la política monetaria se formula y ejecuta de manera independiente, libre de influencias externas o de ciclos políticos, que es continua, consistente y congruente con objetivos previamente definidos y que existen mecanismos para rendir cuentas. Comprende los siguientes sub-pilares:

- **Delegación y designación de responsabilidad:** establecimiento de un mandato al banco central o autoridad monetaria para formular y ejecutar la política monetaria y la asignación de un ente responsable de tomar las decisiones y de rendir cuentas.
- **Objetivos y metas definidos por mandato:** la asignación explícita de objetivos al banco central y la existencia de metas numéricas.
- **Integridad de la entidad que toma las decisiones:** se refiere a la integridad de los miembros, el respeto por los ciclos de designación, la claridad de los términos de su contrato y el tratamiento de afiliaciones externas.

- **Estructura financiera:** mecanismos de financiamiento del banco central, la existencia de facultades y prohibiciones para que el banco central financie al gobierno, reglas de capitalización y provisiones para la distribución de sus utilidades o pérdidas.
- **Reportes y supervisión:** incluye aspectos que fortalecen la rendición de cuentas a la autoridad parlamentaria y al gobierno y la obligatoriedad de disponer de auditorías externas y vigilancia de órganos independientes.

### Diagrama 1

Dimensiones del índice de independencia y rendición de cuentas, estrategia de política y operativa y comunicación



Fuente: Elaboración propia con base en Unsal et al., 2023.

El pilar de **estrategia de política y operativa** se refiere a la existencia de una estrategia que guía la planeación y ejecución de la política monetaria, la disponibilidad de herramientas e instrumentos apropiados y la manera en la que se adoptan los cambios en ambos. Las herramientas son los objetivos operativos y los ajustes que se hacen a ellos para alcanzar los objetivos finales o numéricos, tales como la tasa de política monetaria. Por su parte, los instrumentos son los mecanismos que transmiten los cambios en las herramientas, por ejemplo, operaciones de mercado abierto o las intervenciones en el mercado de liquidez.

Una estrategia de política bien articulada guía la formulación y ejecución de la política monetaria de manera congruente con los objetivos y consistentemente a lo largo del tiempo. La estrategia operativa favorece el funcionamiento y desarrollo de los mercados y con ello la alineación con los objetivos y metas. Además, cuando la estrategia de comunicación está vinculada con la estrategia de política y operativa se logra una mejor transmisión de la política monetaria porque la hace más comprensible y predecible. Este pilar comprende los siguientes sub-pilares:

- **Objetivos:** la existencia de objetivos por mandato y cuando existen objetivos múltiples, se indica cómo es la interacción entre ellos y su jerarquía.
- **Metas numéricas:** la definición de metas numéricas comprensibles, la relación de ellas con los objetivos, el horizonte de tiempo y las condiciones para su revisión.
- **Herramientas:** definición de las herramientas e instrumentos para la ejecución de la política monetaria y su relación con los objetivos y otros instrumentos.
- **Formulación de la política:** considera las bases de la formulación de la política, si es de visión prospectiva, las etapas de la toma de decisiones, los insumos utilizados (por ejemplo, estudios del staff y modelos macroeconómicos), la jerarquía de los objetivos y la claridad con la que la formulación de la política aborda los objetivos y metas.
- **Implementación de la política:** se refiere al uso de los instrumentos de política monetaria, su vínculo con resultados individuales, adopción de instrumentos que promueven el desarrollo y estabilidad de los mercados financieros.

El pilar de **comunicación** considera la manera en la que se comunica la estrategia y ejecución de la política monetaria al público. Las mejores prácticas indican que la estrategia de comunicación favorece la efectividad de la política monetaria al permitir un mejor anclaje de las expectativas y constituye en sí misma una herramienta de política mediante el mecanismo de persuasión. Este pilar se divide en 5 sub-pilares:

- **Ciclo de comunicación:** se refiere a una estrategia de comunicación periódica que define la frecuencia y regularidad, los canales utilizados, la explicación del razonamiento de las decisiones, temporalidad y condiciones para la reversión o salida de las políticas.
- **Anuncios y explicaciones de la postura de política:** entre ellos comunicados sobre las decisiones de política monetaria, presentaciones a la prensa y otros mecanismos para explicar al público el contexto y razonamiento de las decisiones.
- **Reportes de política monetaria:** la existencia de un informe dedicado a la explicación de los eventos que justifican la postura de la política monetaria y la valoración de riesgos.
- **Publicación de datos:** en particular datos relacionados con las metas numéricas, los objetivos y las herramientas usadas, así como proyecciones de variables relevantes.
- **Inclusión de diferentes audiencias:** se evalúa la accesibilidad de los comunicados e informes en relación con el lenguaje, la información que provee, el abordaje técnico y la publicación de otros artículos de investigación.

### **Prácticas a nivel operativo y los canales de transmisión**

En esta misma línea, pero con un enfoque en esquemas de metas de inflación, Haldane (2000) sugiere ocho condiciones clave que los países que deseen adoptar este esquema deben aspirar a tener: 1) autonomía operativa de los bancos centrales, 2) definición explícita de la meta de

inflación y la forma de medirla, 3) visión prospectiva, 4) transparencia, 5) capacidad técnica institucional, 6) consistencia y adherencia con la regla de política, 7) anclaje y seguimiento de las expectativas de inflación y 8) eficiencia operativa.

La autonomía operativa, por ejemplo, requiere que exista un marco legal sólido y estable para evitar que se den presiones de sectores económicos y políticos para utilizar la política monetaria con fines distintos a los asignados por mandato y que esto debilite la transparencia, consistencia, credibilidad y confianza del público en el esquema.

La especificación clara de una meta de inflación que es estable en el tiempo permite una mejor comprensión por parte de los agentes económicos y con ello se favorece la formación de expectativas y la toma de decisiones de inversión, ahorro y consumo en un ambiente de mayor certeza (Haldane, 2000). Decidir si la meta será un punto específico o un rango, el horizonte temporal y el índice de precios utilizado para medirla son decisiones críticas que influyen en la efectividad del régimen de metas de inflación. Una meta claramente definida ayuda a anclar las expectativas de inflación, facilitando así la toma de decisiones de inversión, ahorro y consumo.

En términos de la visión prospectiva y la capacidad técnica institucional, la autoridad monetaria debe tener mecanismos para dar seguimiento a los rezagos en la transmisión de la política monetaria y la incertidumbre en la tendencia de la inflación. La temporalidad del traspaso depende de varios factores, entre ellos: si es una economía desarrollada o emergente, eficiencia y profundidad de los mercados, composición y grado de competencia en el sistema financiero, flexibilidad cambiaria, importancia relativa de la relación comercial externa, dependencia de consumo interno, consolidación del régimen de metas de inflación, resultados pasados y la credibilidad y transparencia del banco central<sup>1</sup>.

Debido a que aspectos temporales e imprevistos fuera del control del banco central pueden modificar las tendencias inflacionarias, estos deben implementar una política monetaria prudente y conservadora. Además, la capacidad la autoridad monetaria para generar modelos que proyecten la inflación es de suma importancia en la formulación y ejecución de la política monetaria. Para esto pueden utilizarse modelos complejos tales como los de equilibrio general que incorporan la interacción de un número amplio de variables u otros menos complejos basados en simulaciones y series de tiempo. También pueden incluirse encuestas, opiniones y análisis cualitativos de expertos y datos financieros y económicos relevantes y oportunos. En ambos casos, los modelos evaluados y actualizados periódicamente, de manera que ellos reflejen apropiadamente los cambios en los canales de transmisión a través del tiempo.

La práctica común indica que las proyecciones de inflación son más adecuadas en un horizonte de dos años. Un plazo menor implica que los ajustes de la política monetaria deben ser más fuertes y frecuentes, mientras que proyecciones a mayor plazo tienden a ser menos confiables debido a la variedad de cambios económicos que pueden ocurrir.

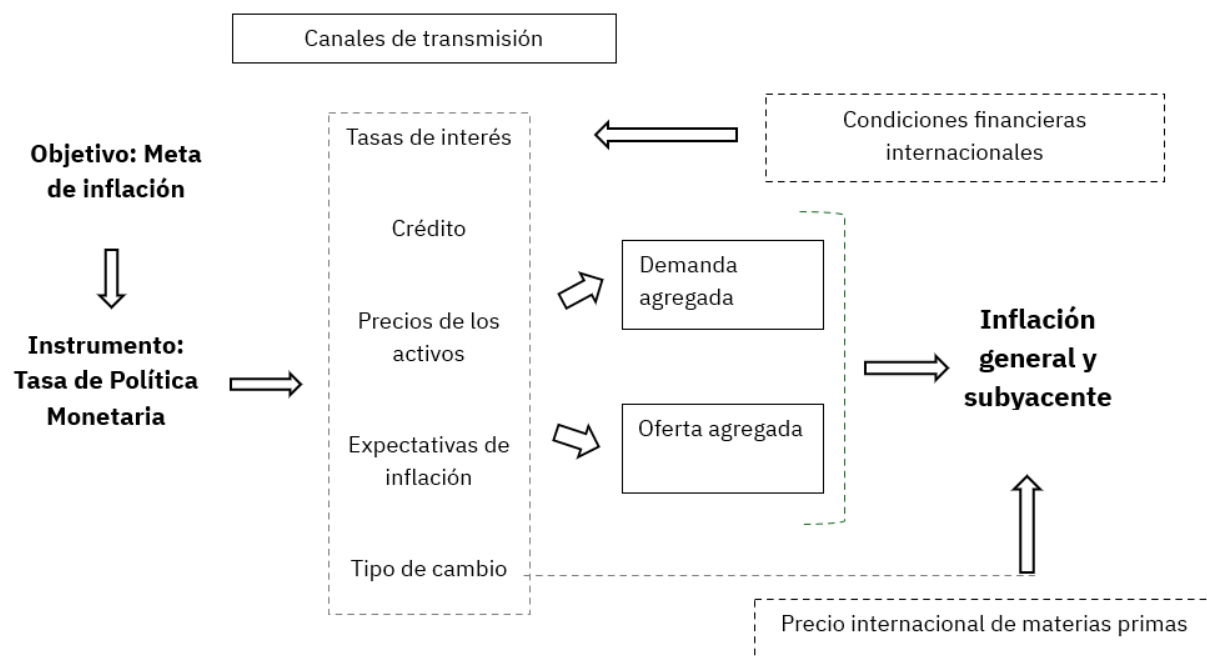
---

<sup>1</sup> De acuerdo con Haldane (2000), existe amplia literatura que concluye que el rezago de las acciones de política monetaria en las economías avanzadas se completa aproximadamente en dos años, mientras que en las economías emergentes y en desarrollo es de aproximadamente un año.

Estos modelos de proyección deben reflejar los mecanismos de transmisión más apropiados para cada economía. Siguiendo el planteamiento del Banco de México (2016), del Banco Central de Costa Rica (2020) y de Murray (2013), se identifican cinco canales comunes en la transmisión de la política monetaria: tasas de interés, crédito, precios de activos, tipo de cambio y expectativas de inflación. También es posible incorporar factores externos que, sobre todo en economías abiertas y pequeñas, condicionan la formulación, ejecución y la transmisión de la política: condiciones financieras externas y precio internacional de las materias primas.

En el canal de tasas de interés, las tasas de interés del sistema financiero y las curvas de rendimiento en todos los plazos se modifican conforme los bancos centrales intervienen en los mercados de liquidez o cuando realizan ajustes en las tasas de interés de las cuentas de reserva. Con esto, los bancos centrales influyen en las decisiones de ahorro, crédito, consumo e inversión. La magnitud del traspaso depende de las condiciones estructurales y coyunturales.

Diagrama 2  
Mecanismos de transmisión de la política monetaria



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México y Banco Central de Costa Rica.

Por otro lado, cuando los bancos centrales inducen cambios en las tasas de interés y en la disponibilidad de liquidez en la economía, provocan un efecto en la oferta y demanda de préstamos que es conducido a través del canal de crédito. Un entorno de mayores tasas de interés, por ejemplo, implica un mayor riesgo de crédito que tiende a desincentivar y encarecer los fondos prestables para nuevos proyectos y consumo.

El canal de precio de los activos es de mayor relevancia en países con mercados financieros desarrollados. Los movimientos en las tasas de interés tienen un efecto en la valoración de instrumentos financieros que provoca una percepción de mayor o menor riqueza.

En el contexto de economías abiertas con libre movilidad de capitales, el canal de tipo de cambio transmite el efecto de variaciones en las tasas de interés por diferentes vías. Por un lado, aumenta o disminuye el atractivo de inversiones domésticas en moneda local y al movilizarse los capitales pueden darse apreciaciones o depreciaciones cambiarias, lo que a su vez afecta la demanda por exportaciones y el costo de bienes y servicios importados. Una depreciación de la moneda puede aumentar las exportaciones y con ello la demanda agregada, pero al mismo tiempo encarece las importaciones con un efecto de segunda ronda en la inflación.

Finalmente, el canal de expectativas refleja sobre todo el efecto de las señales que emite un banco central cuando establece su meta de inflación y cuando ejecuta acciones de política que son congruentes con la meta. Con esto, mejora la transparencia, fortalece la credibilidad y la efectividad de la política monetaria.

En términos de la consistencia y adherencia a la regla, la interacción entre la inflación y el crecimiento económico es el principal reto ya que los choques temporales en la producción pueden cambiar la tendencia de precios, mientras que los cambios en las tasas de interés y la gestión de la liquidez condiciona la actividad económica<sup>2</sup>. La brecha de producto forma parte de los indicadores de seguimiento en metas de inflación, ya que esta puede revelar presiones en los precios generadas en choques de demanda, o por el contrario la tendencia a menores variaciones en los precios por una economía en contracción o desaceleración.

En los países en los que existe objetivos duales, es necesario que exista claridad en cuanto a la obligación de atender ambos objetivos y la jerarquía entre ellos. En los países cuyo principal objetivo es la inflación, quienes se oponen a este objetivo único, en ocasiones piden a la autoridad monetaria gestionar en favor de un mayor crecimiento económico, vinculando las desaceleraciones económicas a las posturas de política monetaria conservadoras. Sin embargo, en la mayoría de los países con esquemas de metas de inflación maduros, el objetivo de inflación tiene prioridad sobre el crecimiento económico.

En términos de la consistencia también debe tenerse en cuenta la interacción del mercado cambiario con la política monetaria. Es primordial que los países tengan mecanismos para entender el origen de las variaciones en el tipo de cambio y las condiciones coyunturales y estructurales que transmiten los choques<sup>3</sup>.

El reto es mayor para los países con mayor sensibilidad a variaciones de flujos de capitales por diferenciales de tasas de interés o cuando el país tiene un componente importado importante y las variaciones cambiarias inciden en mayor proporción en los cambios de precios de materias

---

<sup>2</sup> Haldane (2000) recomienda el uso de Índices de Condiciones Monetarias (Monetary Conditions Indices (MCI) basados en el concepto de "spot-the-shock"), los cuales ponderan los movimientos en tasas de interés y tasas de cambio según su efecto en el crecimiento económico y en la inflación.

<sup>3</sup> La aproximación "spot-the-shock" consiste en identificar las causas de los movimientos en el tipo de cambio, sean temporales o permanentes, domésticas o externas o provenientes del sector real o de origen monetario. Con esto identifican sus implicaciones en las condiciones monetarias y definen una política apropiada de abordaje.

primas y precios finales. Por ejemplo, la transmisión de variaciones cambiarias tiende a ser más rápida en economías en las que la fijación de precios en moneda extranjera es permitida.

La comprensión de esta interacción debería llevar a los bancos centrales a definir los límites, instrumentos y reglas que regirán una eventual intervención en el mercado cambiario cuando esta amenaza el objetivo primario o los subsidiarios, lo que contribuye a la transparencia y rendición de cuentas.

En lo referente a la transparencia de la política monetaria, la comunicación efectiva de la conducción de la política monetaria mejora la credibilidad del banco central y también permite a los agentes económicos anticipar las acciones ante las desviaciones en la inflación, lo cual favorece la transmisión de la política monetaria. Además de comunicar adecuadamente la meta de inflación, basada en la medición de indicadores creíbles, debe existir una buena comunicación con respecto a las condiciones coyunturales o estructurales que afectan el logro del objetivo de inflación. El nivel de transparencia contiene un componente subjetivo, ya que para algunos agentes económicos la información provista por los bancos centrales, a pesar de seguir recomendaciones internacionales, podría ser insuficiente.

### **Recomendaciones sobre las intervenciones cambiarias**

Canales-Krijjenko et al. (2003), indican que los bancos centrales pueden intervenir en el mercado cambiario por cuatro motivos:

- Para moderar variaciones cambiarias y corregir desalineamientos
- Corregir comportamientos desordenados del mercado
- Acumular reservas internacionales
- Proveer moneda extranjera al mercado

Adicionalmente, el Fondo Monetario Internacional como parte del *Integrated Policy Framework*, plantea algunas recomendaciones para la intervención con el propósito de corregir inestabilidad y fricciones en el mercado, contener riesgos a la estabilidad financiera y prevenir el desanclaje de las expectativas de inflación. La corrección de desalineamientos es necesaria cuando los niveles o tendencias cambiarias afectan la competitividad y desempeño general de la economía, provocan presiones inflacionarias o afectan la posición de liquidez externa del país y esta situación no se está corrigiendo apropiadamente por las fuerzas del mercado.

La intervención por variabilidad debe estar acompañada de señales de poca liquidez, aumento en los márgenes, negociaciones de tipo rebaño (*positive feedback trading*) o cuando hay evidencia de un cambio en las expectativas de inflación ya que eliminarla del todo puede generar un falso sentimiento de estabilidad y alineamiento con algún tipo de cambio objetivo. En cambio, la volatilidad moderada beneficia el aprendizaje de las dinámicas de mercado y la internalización de los riesgos.

Los comportamientos desordenados pueden ocurrir cuando hay poca liquidez en el mercado. Esta puede manifestarse en aumentos en los márgenes cambiarios, aceleración de los cambios y mayor volatilidad. En este tipo de intervenciones debe tomarse en cuenta la naturaleza de los choques a la economía, la política monetaria, la movilidad de capitales, dolarización y nivel de reservas. Por ejemplo, la intervención ante una depreciación cuando existe movilidad de capitales y un nivel de reservas bajo es poco recomendable.

El objetivo de acumular reservas es por esta razón válido y justificable. Sobre todo, en los países en desarrollo, un nivel adecuado de reservas brinda señales sobre la fortaleza de la posición de liquidez externa y la capacidad de pago, aumenta la independencia y reduce la necesidad de recurrir a créditos externos. Además, es de suma importancia cuando los bancos centrales tienen el rol de proveer de moneda extranjera a las instituciones del estado y cuando existen empresas estatales con un peso importante en exportaciones o importaciones y su participación directa en los mercados cambiarios puede provocar distorsiones.

Teniendo en cuenta estas motivaciones, el Fondo Monetario Internacional propone siete principios para la gestión de intervenciones cambiarias como parte del *Integrated Policy Framework*. Estos principios son:

- Las intervenciones deben hacerse solo en presencia de fricciones bien identificadas que limitan los beneficios de la flexibilidad del tipo de cambio en el ajuste macroeconómico.
- Las intervenciones se ante choques grandes que plantean riesgos para el cumplimiento de los objetivos. Debe considerarse el costo de la intervención en términos de pérdida de competitividad, liquidez, riesgo moral y transparencia.
- Las intervenciones no deben sustituir los ajustes necesarios a nivel macroeconómico particularmente cuando las desviaciones cambiarias son provocadas por políticas fiscales o monetarias mal formuladas.
- Las intervenciones deben estar incorporadas en el marco de política general, acompañarse con otras políticas monetarias, macro prudenciales, de flujos de capitales, y para el desarrollo de los mercados.
- El éxito de las intervenciones depende de una gobernanza fuerte y mecanismos adecuados de comunicación que potencien el efecto deseado de la intervención sin distorsionar el mercado.
- Los bancos centrales deben considerar los balances Inter temporales en el uso y acumulación de reservas. Acumular cuando las condiciones son apropiadas y prever futuras intervenciones para no afectar la posición externa y la capacidad de pago.
- Las intervenciones deben considerar los efectos multilaterales, en particular en la competitividad relativa con otros países.

La efectividad de las intervenciones cambiarias debe evaluarse de manera previa y posterior tomando en cuenta los canales de transmisión y otros aspectos operativos en su ejecución. Canales-Krijjenko et al. (2003) mencionan que la política cambiaria y las intervenciones se canalizan por varias vías: 1) modificando las expectativas del valor y tendencia futura, 2) a través de la composición por moneda y valoración de riesgo de los portafolios de inversión y 3) por la estructura y dinámica del mercado.

En el canal de expectativas, las intervenciones cambiarias tienen mayor efecto cuando estas son anunciadas previamente y justificadas, cuando el banco central cuenta con buena reputación y cuando la medida es incorporada por los agentes económicos como una señal de dirección de la política monetaria. Cuando las intervenciones se interpretan como la defensa de un tipo de cambio sin fundamento, podrían ocurrir ataques especulativos contra la moneda.

En el canal de transmisión de expectativas influye el monto y el momento de la intervención, si esta se activa por reglas o si es discrecional y el grado de transparencia. El momento de la intervención depende en parte de si esta es discrecional o activada por reglas. En ambos casos, la intervención debe fundamentarse en la información y análisis que realiza el banco central de la coyuntura económica. Algunos indicadores que pueden tomarse en cuenta son: tipo de cambio efectivo real, términos de intercambio, estacionalidades, balanza de pagos, indicadores de productividad y competitividad. Ahora bien, algunos de ellos proveen información ex post y esto podría retrasar la intervención por lo que la visión prospectiva tiene mucha relevancia.

Tanto las intervenciones anunciadas como secretas tienen beneficios. La discreción en la intervención evita que los participantes del mercado especulen contra las acciones del banco central ya que las reglas podrían interpretarse como la existencia de otra ancla nominal.

Por su parte, el monto de la intervención debe ser por un valor suficiente para que tenga efecto y este debe ser revisado con frecuencia debido a que la intervención modifica las expectativas y la dinámica del mercado y podría ocasionar que el monto de intervención original deba reducirse. En la definición del monto además debe tomarse en cuenta su efecto en la base monetaria, los mecanismos y el costo de la esterilización, de manera que no haya efecto en el nivel de precios producto de la intervención. Cuando se trata de acumular reservas, debe tomarse en cuenta las condiciones del mercado, liquidez y estacionalidad. Es adecuado que la acumulación de reservas se de en un momento de apreciación de la moneda y mediante subastas o negociaciones periódicas para no modificar el precio.

En lo que se refiere a la transparencia, la comunicación adecuada del mensaje que motiva la intervención incrementa su efectividad porque alinea las expectativas sin crear suspicacias. En la discrecionalidad, la interacción con los participantes del mercado y la obtención de información sobre el origen de las transacciones cambiarias puede apoyar las decisiones (decisiones basadas en datos e inteligencia).

La recomendación general es que el grado de transparencia dependerá del efecto que quiera causar el banco central. Si el banco central desea modificar expectativas y acercarse a un tipo de cambio específico, es recomendable que anuncie su participación. Aun así, no debe anunciar las tácticas de intervención en el mercado para evitar especulación. Cuando se trata de

acumulación de reservas, es recomendable que la intervención sea comunicada y en alguna medida predefinida. En cambio, cuando existen desalineamientos y comportamientos desordenados en los mercados es mejor que el banco central intervenga secretamente de manera que las operaciones del banco sean parte de la dinámica del mercado y corrijan más efectivamente las desviaciones (Sarno y Taylor, 2001).

El canal de composición de portafolios opera dependiendo del grado de sustituibilidad de las emisiones en moneda local y extranjera y de la valoración de los riesgos. Si tras la intervención cambiaria los inversionistas perciben que los títulos en moneda local son más riesgosos y no satisfacen sus expectativas de rendimiento, harán un rebalanceo de sus portafolios en favor de los títulos en moneda local, poniendo más presión a la intervención.

En lo referente a la estructura de mercado, las intervenciones del banco central pueden provocar un cambio en la tendencia de las negociaciones, por lo que, si los agentes económicos interpretan la intervención como fundamentada en información únicamente en poder el banco central, podrían reaccionar en la misma dirección y maximizar el efecto de la intervención.

La efectividad de la intervención suele ser mayor cuando el banco central interviene a través de agentes (*market makers* o *brokers*) o sistemas de transacción anónimos que no revelen que es el banco central el que está detrás de la transacción. El uso de *market makers* favorece la intervención en mercados más desarrollados porque ellos distribuyen mejor la liquidez porque gestionan volúmenes mayores de operaciones, interactúan frecuentemente con otros participantes y pueden tomar posiciones tanto de venta como de compra.

El mercado de contado tiene un efecto directo en el tipo de cambio (cuando ese es el propósito de la intervención). Este mercado es más susceptible a perder liquidez en condiciones de tensión y depende de la cantidad y límites de las contrapartes. El uso de futuros y forwards puede complicar la operativa del banco central porque implica la gestión de márgenes, pero suaviza el efecto de las intervenciones. Los swaps son una alternativa que complementa muy bien las intervenciones de contado ya que permite ajustar las posiciones del banco central.

## **Revisión de prácticas de política monetaria y cambiaria en economías avanzadas y de América Latina con metas de inflación**

En este apartado se analizan los aspectos prácticos que fundamentan los marcos de gobernanza y las estrategias de política monetaria en tres economías avanzadas, Estados Unidos, Reino Unido y Canadá, así como también en economías de América Latina con metas de inflación. El propósito de incluir a las economías avanzadas en la revisión es identificar prácticas clave de referencia con la gestión de política monetaria en metas de inflación y entender cómo esto condiciona a las economías pequeñas en la ejecución de su política monetaria y cambiaria y en las tendencias de algunos indicadores económicos relevantes. De hecho, las recomendaciones del FMI, el Banco Mundial y otra literatura citada en la primera sección, utilizan como referencia la experiencia de economías avanzadas y otras emergentes que han implementado metas de inflación por más tiempo.

Debido a que la realidad económica de las economías avanzadas es muy distinta a las emergentes, la comparación es más fácil en temas de gobernanza, la manera en la que formulan la política monetaria, las herramientas de las que disponen y la comunicación, pero no tanto en la ejecución de la política.

Los países de América Latina para la comparación se eligieron bajo el criterio de que son economías pequeñas, abiertas al comercio internacional y a los flujos de capitales, con esquemas de metas de inflación y regímenes de tipo de cambio flexibles. Además, la mayoría de ellos forman parte de la OCDE, organización que promueve la implementación de buenas prácticas y estándares en la formulación y ejecución de políticas públicas, por lo que, se asume que estos países aspiran a adoptar estos estándares, adaptándolos a su realidad económica y social. Sin embargo, a lo largo de este estudio se reconocen las diferencias estructurales y de coyuntura presentes en cada uno de ellos.

### **Marco legal, gobernanza, independencia y rendición de cuentas**

A modo de contexto, Reino Unido adoptó oficialmente el esquema de metas de inflación en septiembre de 1992 cuando salió formalmente del European Exchange Rate Mechanism (ERM). Mientras que Canadá lo hizo a partir de 1991 mediante una transición ordenada que terminó en 1995. Por razones que se indican más adelante, Estados Unidos no sigue un esquema de metas de inflación, pero ha sido tomado en cuenta en esta revisión por la importancia que revisten sus decisiones de política monetaria en la economía global.

En general Estados Unidos, Reino Unido y Canadá tienen marcos legales y de gobernanza sólidos que garantizan la independencia de los bancos centrales, proveen de los bancos centrales de herramientas adecuadas para su accionar, con lo que favorecen la efectividad de la política monetaria y tienen mecanismos para la adecuada rendición de cuentas y supervisión.

Entre los aspectos de gobernanza que cumplen comúnmente está la existencia de un marco regulatorio que respalda la designación de la responsabilidad a los bancos centrales de formular y ejecutar la política monetaria y define claramente el órgano que toma las decisiones de política monetaria. Por ejemplo, en el caso de Estados Unidos en el *Federal Reserve Act* el Congreso designa a la Reserva Federal como responsable de establecer la política monetaria y a la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal como responsable de ejecutar las acciones de política monetaria y la rendición de cuentas, en particular las relacionadas con la tasa de descuento y el requerimiento de reserva. Lo mismo ocurre con el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá en el *Bank of England Act* y en *Bank of Canada Act* respectivamente.

En los tres casos se definen las condiciones para los nombramientos, incluyendo lo relacionado con ciclos, criterios de elección, condiciones para las renovaciones y revocaciones de nombramientos, responsabilidades y obligaciones de rendición de cuentas. En términos de los nombramientos, una característica común es que el gobierno central, consejo de gobierno o quien lo preside, tienen influencia en la nominación de los miembros de las juntas directivas, pero, el nombramiento final le corresponde al Congreso en el caso de Canadá y a la Realeza en Reino Unido. Esto fortalece la independencia del banco central y se complementa con la definición de ciclos de nombramiento que no coinciden con los ciclos políticos.

En donde existen algunas diferencias relevantes es en la estructura de gobierno, en el mandato y objetivos principales y en la rendición de cuentas. La estructura de gobierno de la Reserva Federal es mucho más compleja porque, además de los miembros permanentes de la Junta de Gobierno, en las decisiones de política intervienen los gobernadores de los bancos de la reserva federal en doce regiones diferentes, quienes tienen sus propios ciclos de nombramiento.

Por otro lado, por asignación del Congreso, la Reserva Federal tiene el mandato de ejecutar acciones que promuevan la estabilidad de precios, el máximo empleo y tasas de interés de largo plazo moderadas. Debido a que no persigue únicamente un objetivo de inflación en términos estrictos, el esquema de política monetaria de Estados Unidos no puede ser catalogado como metas de inflación, sino como un esquema “especial” (AREAER, FMI).

Adicionalmente, se les asignan otras tareas secundarias o supeditadas a las primeras: promover la estabilidad del sistema financiero (minimizar riesgos sistémicos), promover la seguridad y fortaleza individual de las entidades financieras (a través de monitoreo), impulsar un sistema de pagos eficiente y seguro y promover la protección del consumidor (a través de la supervisión, análisis e investigación y la administración de leyes y regulaciones).

Tanto Reino Unido como Canadá tiene claramente definido un objetivo primario de procurar la estabilidad de precios o controlar y proteger el valor externo de la moneda. Los objetivos de apoyo a las políticas económicas del Gobierno y los objetivos de crecimiento y empleo están supeditados al objetivo de control de la inflación.

## **Formulación de la política monetaria**

En lo que se refiere a la formulación de la estrategia de política monetaria, destaca que en estos países la estrategia de política monetaria se publica anualmente y se revisa con una periodicidad razonable (cada cinco años en Estados Unidos y en Reino Unido). Siguiendo las recomendaciones en la formulación de la política monetaria, esta práctica les permite a los agentes económicos entender las acciones que realizará el banco central y formar adecuadamente expectativas. Además, es un elemento de rendición de cuentas de mucho valor.

En la definición del objetivo operativo los tres países definen la tasa de política monetaria como objetivo operativo, definido como la tasa de la liquidez a corto plazo. En lo que respecta a las metas numéricas, la meta de inflación puntual es la práctica común. La diferencia está en que en Canadá la meta numérica es definida por el Gobierno en consulta con el Banco Central, así establecido en el *Bank of Canada Act*.

Reino Unido tiene una práctica interesante en casos de incumplimiento de la meta, la cual consiste en que el presidente del Banco de Inglaterra debe emitir una carta abierta al ejecutivo explicando las razones del incumplimiento y las futuras acciones de corrección.

En ningún caso, se define una meta numérica para el objetivo de pleno empleo, ni siquiera en Estados Unidos a pesar de que existe un mandato con objetivos múltiples. Esto es justifica en que el pleno empleo no es fácilmente medible y su comportamiento además depende de factores que no están dentro del rango de influencia del banco central y, por tanto, es

inconveniente definir una meta en este sentido. En los casos en los que el objetivo primario es el control de precios, la no declaración de un objetivo de crecimiento es menos relevante.

En la definición de la meta numérica de inflación, también llama la atención que en Inglaterra la Ley no indica el horizonte de tiempo de la meta de inflación, pero, en la práctica, el Banco de Inglaterra ha actuado en consideración de un período de dos años para las proyecciones de inflación con las que establece la meta. Para definir el horizonte de proyección, consideran también dos elementos: 1) los rezagos en la transmisión de la política monetaria<sup>4</sup>, y 2) la preferencia de los miembros del Comité.

Es valioso mencionar también en este apartado que, en el caso de los países latinoamericanos, la estrategia de política monetaria del Banco de México se publica en el Programa Macroeconómico a inicios de cada año, lo cual es una buena práctica que alinea las expectativas de los agentes económicos con las acciones del banco. Este programa revela las principales características del régimen monetario de México:

- Reconoce la estabilidad de precios como el principal objetivo.
- Anuncia los objetivos de inflación de mediano plazo.
- Cuenta con una autoridad monetaria autónoma.
- Aplica la política monetaria en un marco de transparencia, el cual se sustenta en una estrategia de comunicación, respecto de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria.
- Se analizan las fuentes de presiones inflacionarias con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios. Dicho análisis es la principal referencia para las decisiones de la política monetaria.
- Se utilizan mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, para separar aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.

En relación con la valoración del índice IAPOC, Unsal et al. (2022, 2023) concluyeron que en las economías emergentes y de bajo ingreso, el indicador varía en un rango más amplio en comparación con las economías avanzadas, aun dentro de la misma clasificación de metas de inflación y que, por la granularidad del índice, permite observar las mejoras, retrocesos y rezagos principalmente durante los procesos de transición.

Al respecto concluyen que las economías emergentes en general se encuentran rezagadas comparativamente con las economías avanzadas en cuanto a transparencia, consistencia y coherencia, sobre todo porque algunas de ellas aun cuentan con objetivos múltiples y más de un ancla nominal, mientras que otras han tenido transiciones muy largas. Además, señalaron que,

---

<sup>4</sup> Haldane (1999, 2000) indica que, en los inicios de las metas de inflación en Reino Unido, la política monetaria se transmitía completamente al cabo de 12 meses y a la inflación en 24 meses.

en los países con mercados financieros menos desarrollados, la transmisión de la política monetaria es menos efectiva.

## **Instrumentalización y ejecución de la política monetaria**

En lo que se refiere al uso de instrumentos para la ejecución de la política monetaria, la práctica común en estos tres casos es el uso de operaciones de mercado abierto, principalmente mediante recompras y recompras inversas, tasa o ventanilla de descuento y el requerimiento de reserva de legal o reserva de liquidez. La diferencia en la ejecución de las operaciones de mercado abierto radica en los títulos que pueden ser parte de las negociaciones.

Las operaciones de mercado abierto son consideradas en conjunto el principal instrumento mediante el cual la Reserva Federal ejecuta su política monetaria, delegando las acciones en el Comité de Mercado Abierto y el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Para esto está autorizado para hacer compras y ventas de bonos del Tesoro, emisiones de agencias respaldados por hipotecas, otras emisiones de deuda de agencias, recompras y recompras inversas y préstamos de títulos valores. En el caso de las recompras y recompras inversas, se establecen límites a la tasa de interés que son congruentes con el objetivo de tasa de interés de referencia, así como también montos agregados máximos y por contraparte.

Después de la crisis financiera del 2008 y hasta octubre del 2014, la Reserva Federal se enfocó en la compra de instrumentos financieros de largo plazo con el propósito de bajar las tasas de interés en la parte más larga de la curva, asegurar la adecuada implementación de la política monetaria y apoyar con esto el crecimiento económico y la creación de empleo. Entre el 2019 y 2020 volvió a utilizar las recompras a un día y a plazo con mayor frecuencia para proveer liquidez ante la desaceleración económica y el inicio de la pandemia de Covid-19. Las recompras inversas las ha utilizado particularmente en los procesos de normalización, por ejemplo, en el 2015, 2021<sup>5</sup> y más recientemente hasta el 2024. La tasa que paga la Reserva Federal por las recompras inversas tiene un efecto similar al de la tasa que paga por las reservas que depositan en ella las entidades financieras. Define una especie de tasa mínima a la que las entidades estarían dispuestas a prestarse dinero<sup>6</sup>.

Entre el 2009 y el 2022 el Banco de Inglaterra utilizó activamente el instrumento de expansión cuantitativa (*quantitative easing*) interviniendo en los mercados financieros con la Facilidad de Compra de Activos. Con este instrumento, compraba bonos del Gobierno de Reino Unido y otros corporativos para proveer de liquidez a la economía, promoviendo la adquisición de otros títulos valores y estimulando la actividad económica. A partir del 2022 ha ido retirando el instrumento.

México utiliza una instrumentalización similar a la de estos países en el sentido de que las operaciones de mercado abierto son el principal instrumento que el Banco de México utiliza para administrar la liquidez de corto plazo ya sea proveyendo fondos o retirando recursos. Las

---

<sup>5</sup> En julio del 2021, la Reserva Federal anunció la Facilidad Permanente de Recompras (Standing Repo Facility) a través de la que ejecutó operaciones de recompra a un día de manera diaria en instrumentos financieros específicos. Como parte de los mecanismos de transparencia, la Reserva Federal de Nueva York publica un informe anual con los detalles de la ejecución de las operaciones de mercado abierto.

<sup>6</sup> Para estas operaciones, la Reserva Federal utiliza parte de las emisiones del Tesoro que tiene en su balance. Ejecuta las operaciones entre las 12:45pm y 1:15 pm de cada día.

operaciones para inyectar recursos se hacen a través de subastas de crédito o compra de valores en directo o en reporto, y las operaciones para retirar liquidez mediante subastas de depósitos o venta de valores en directo o en reporto.

Los depósitos de regulación monetaria son una figura similar al encaje mínimo legal o reserva de liquidez en otros países, que tienen el propósito de esterilizar los excesos de liquidez a plazos largos. Son depósitos obligatorios a plazo indefinido que deben tener las instituciones de crédito nacionales en el Banco Central, por los que reciben una tasa de interés.

La diferencia con respecto al encaje mínimo legal es que los depósitos de regulación no son un porcentaje de los pasivos. El monto total de estos se fija de acuerdo con la liquidez que el Banco de México necesite retirar y se prorrotea en base a ciertos pasivos de referencia de los bancos a una fecha determinada (por ejemplo: monto total de captación bancaria) y con base en la participación de cada banco en la captación total de recursos del sistema.

En relación con la interacción y jerarquía de los objetivos, como práctica común, la definición de la meta de inflación toma en cuenta proyecciones de las variables económicas al menos por dos años hacia adelante. Esto permite incorporar los ajustes graduales de la política monetaria hacia la inflación de manera que no se afecte significativamente la producción en el corto plazo. En general, los bancos centrales de estos países dan seguimiento a la variabilidad de la relación inflación/crecimiento en varios horizontes de tiempo, la incorporan en sus modelos de proyección y mediante simulaciones de política generan gráficos de abanico para la proyección de crecimiento económico, simulado en función de la ejecución de la política monetaria.

## **Estrategias de comunicación**

La estrategia de comunicación de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá se basa en la publicación de comunicados y detalles de las decisiones de política monetaria, la estrategia de política monetaria y notas complementarias, informes periódicos de política monetaria y estabilidad financiera, videos y transcripciones de las presentaciones de las decisiones de política y de las intervenciones públicas de los miembros de la Junta de Gobernadores. Estos elementos de comunicación siguen un calendario previamente definido.

En Estados Unidos, por ejemplo, los comunicados de las decisiones de política monetaria que toma el Comité de Mercado Abierto se publican el mismo día de la reunión en conjunto con una nota de implementación, un video y la transcripción de la conferencia de prensa. En la nota de implementación se explica de qué manera se ejecutarán las operaciones de mercado abierto para responder a la decisión tomada por el FOMC sobre la tasa de interés<sup>7</sup>, se establecen las tasas mínimas y máximas en las operaciones overnight de recompra y recompra inversa, los montos agregados y por contraparte, las condiciones para la reinversión de los instrumentos respaldados por activos y los títulos del Tesoro en su balance. En Canadá, la publicación del comunicado de decisión de política se hace un día después de tomada la decisión de política.

---

<sup>7</sup> En la nota de implementación de enero del 2024, la FED indicó que estos límites para las operaciones serían \$500 billones en el agregado de operaciones de recompra, con una tasa de oferta de 5,5% y, en el caso de recompras inversas, un límite por contraparte de \$160 millones por día con una tasa de 5,3%.

Uno de los elementos de comunicación que revierte mayor importancia es la publicación de las minutas de las reuniones de política monetaria. Estas se publican tres semanas después de la reunión de decisión en Estados Unidos, dos semanas después en Reino Unido y Canadá. En ellas se hace constar los principales aspectos evaluados sobre las condiciones financieras y económicas y las perspectivas futuras, la visión de los participantes, la discusión de las acciones de política, los acuerdos tomados y la manera en que los miembros del Comité votaron. Este estilo de publicación ofrece más información a los mercados para identificar otros elementos que podrían dar pistas sobre las próximas decisiones de política y sobre las discrepancias entre los miembros del Comité. En Reino Unido el mandato de publicación de minutas está establecido en el *Bank of England Act* por lo que no es opcional. Se establecen sin embargo algunas excepciones relacionadas con decisiones de intervención en mercados y algunas otras del Comité de Política Financiera.

Esta práctica también es seguida por México, Chile y Colombia, los cuales publican las minutas de las reuniones de decisión de política monetaria en un tiempo relativamente corto. Estas minutas se publican en dos idiomas (español e inglés) y contienen las generalidades del análisis económico que fundamenta la decisión. Una diferencia, sin embargo, es que México y Chile muestran las divergencias en los votos de los miembros de la Junta, a diferencia de Colombia, donde las minutas son anónimas en este tema.

### **Mecanismos de intervención cambiaria en América Latina**

En términos de la interacción de la política monetaria con la cambiaria, los bancos centrales de Chile, Colombia, México y Costa Rica no tienen una meta específica de intervención porque operan en un régimen de flotación libre, pero siempre tienen la facultad para intervenir de manera discrecional en situaciones de tensión. En general las variaciones cambiarias son incorporadas en la política monetaria como una variable más entre las tantas que influyen en los cambios de los precios. En este sentido, la recomendación del Banco de Inglaterra es de entender el origen temporal o permanente de los choques, si estos provienen de fuentes externas o internas o si responden a cambios relativos en la curva de rendimiento o primas de riesgo e incorporar esta información en la toma de decisiones de política monetaria.

Por esta razón, las políticas de intervención cambiaria y la experiencia de otras economías emergentes y particularmente de América Latina, son una referencia apropiada en la comparación con Costa Rica. En México, por ejemplo, la política de intervención cambiaria indica que, por decisión fundamentada de la Comisión de Cambios, el Banco de México puede intervenir en el mercado cambiario mediante operaciones directas y otros mecanismos sólo en condiciones excepcionales con la finalidad de proveer liquidez y atenuar la volatilidad en el mercado cambiario, sin pretender algún nivel específico de tipo de cambio.

Por ley, las dependencias de la Administración Pública Federal, que no son intermediarios financieros, deben liquidar sus divisas con el Banco de México, esto ha garantizado la acumulación de reservas internacionales a partir de los excedentes del gobierno federal y de Pemex. No obstante, para propósitos de acumulación de reservas el Banco de México ha utilizado en el pasado las opciones. Cuando el propósito es enfrentar situaciones de tensión y corregir distorsiones del mercado, el Banco de México dispone de los siguientes mecanismos:

- Subastas de coberturas cambiarias
- Subasta de dólares con y sin precio mínimo y subastas extraordinarias
- Línea "swap" con la Reserva Federal de los Estados Unidos y subasta de créditos en dólares (utilizada únicamente para mitigar los efectos de la crisis financiera en el 2009).
- Subasta de opciones de venta de dólares
- Ventas directas de dólares

Las coberturas cambiarias liquidables al vencimiento por diferencias en moneda nacional permiten ofrecer a los participantes locales cobertura contra el riesgo cambiario sin que esto esté asociado a una disminución en el saldo de reservas internacionales, sino que se liquidan por diferencias. Se ponen a disposición mediante subastas a las instituciones de crédito autorizadas para realizar operaciones con derivados, por un plazo menor a doce meses y el Banco de México tiene la posibilidad de renovar la totalidad de los vencimientos hasta que la Comisión de Cambios lo considere pertinente. Este mecanismo fue desactivado en el 2023.

Las subastas en dólares son ventas programadas que pueden ser modificados por la Comisión de Cambios. En las subastas con precio mínimo, se establece un tipo de cambio mínimo equivalente al tipo de cambio FIX más 1,5% cuando las depreciaciones son superiores a 1,5% diario. Las subastas sin precio mínimo se han utilizado para proveer liquidez más allá de las subastas con precio mínimo o para disminuir reservas. En cambio, las subastas extraordinarias no son programadas y responden sobre todo a satisfacer necesidades de liquidez en condiciones de incertidumbre. Las ventas directas en dólares han sido utilizadas con este propósito, pero también como mecanismo para la reducción en el nivel de reservas.

En el caso de las subastas de opciones de venta de dólares, el Banco de México puede subastar los instrumentos de cobertura el último día del mes por un monto previamente fijado por la Comisión de Cambios. Estas opciones pueden ser ejercidas total o parcialmente, dentro del mes inmediato siguiente al de la subasta al tipo de cambio FIX del día hábil bancario anterior. El mecanismo se desactivó en junio del 2001. En el caso de Colombia, el Banco de la República tiene una política de intervención cambiaria en la que comunica previamente la definición y objetivos de la intervención y los aspectos operativos de la implementación.

En específico, la política reconoce que el tipo de cambio es una variable de ajuste ante los choques que recibe la economía y reduce la volatilidad de la actividad económica, que la flexibilidad cambiaria permite utilizar la tasa de interés como un instrumento para el control de la inflación y para acercar el producto a sus valores deseados y, además, que la flexibilidad cambiaria reduce los incentivos a la toma excesiva de riesgos.

En este sentido, y siguiendo recomendaciones internacionales en materia de intervención cambiaria, la política de intervención define tres motivos para la intervención: 1) incrementar el nivel de reservas internacionales 2) mitigar movimientos de la tasa de cambio que no reflejen claramente el comportamiento de los fundamentales de la economía y que puedan afectar

negativamente la inflación y la actividad económica; y 3) moderar desviaciones de la tasa de cambio derivados de comportamientos desordenados de los mercados financieros.

En su implementación, pueden utilizarse los siguientes instrumentos:

- Venta de opciones de venta de divisas o compra de divisas para control de la volatilidad del tipo de cambio, acumulación o desacumulación de reservas.
- Compra o venta de divisas de forma directa en el mercado o mediante subastas competitivas.
- Venta de divisas de contado mediante contratos Swap cambiarios.
- Contratos forward de venta de dólares con cumplimiento financiero.

En lo que se refiere a comunicación, la política específica que en la intervención a través de subastas se anuncian con anticipación los montos aprobados mientras que, en el caso de las intervenciones discrecionales directas en el mercado, se le informa al mercado al final de cada mes el monto de intervención, durante los cinco primeros días hábiles del mes siguiente.

## **Tendencias económicas que diferencian la respuesta de las políticas monetaria y cambiaria en América Latina**

En esta sección se hace una comparación de los cambios de coyuntura económica y de características estructurales entre Costa Rica y otras economías de América Latina principalmente y se mencionan algunos otros países con prácticas específicas que se consideró importante resaltar. Estos países se eligieron bajo el criterio de que son economías pequeñas, abiertas al comercio internacional y a los flujos de capitales, con esquemas de metas de inflación y regímenes de tipo de cambio flexibles. Además, la mayoría de ellos forman parte de la OCDE, organización que promueve la implementación de buenas prácticas y estándares en la formulación y ejecución de políticas públicas a nivel global, por lo que, se entiende que estos países aspiran a adoptar estos estándares de acuerdo con su realidad económica y social.

Se reconoce que existen diferencias estructurales entre los países y esto dificulta la comparación en algunos criterios específicos. En esta sección se precisan algunas de estas diferencias. Sin embargo, aunque Costa Rica es una economía con características muy particulares para la que no se encuentra fácilmente pares completamente comparables, es común encontrar en la literatura comparaciones en temas de competitividad, desarrollo social, calificaciones de riesgo y variables económicas tales como inflación, tipo de cambio y crecimiento económico, con países que comparten ciertos criterios, en particular de la región.

Precisamente, en este apartado se comparan algunas tendencias en inflación, crecimiento económico y actividad comercial, mercado cambiario y posición externa para determinar cómo las características estructurales y las diferencias en los cambios de la coyuntura económica pueden provocar respuestas de política monetaria y cambiaria distintas entre estos países.

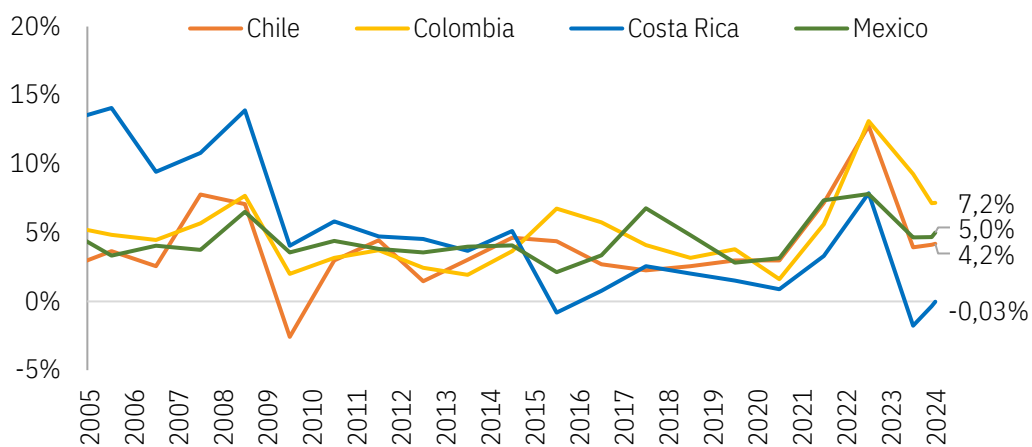
## Inflación

En esquemas de metas de inflación no hay duda alguna de que los bancos centrales deben entender muy bien el fenómeno inflacionario para formular y ejecutar políticas monetarias que concuerden con la meta de inflación. Hace una gran diferencia si los choques inflacionarios son de oferta o de demanda o si estos son de origen externo o interno.

En el contexto económico reciente, desde el período de alta inflación del 2022 las economías de México, Colombia, Chile y Costa Rica mostraron una reducción en la inflación más rápido en comparación con las economías avanzadas, que, sin embargo, se moderó en el 2024. Esta tendencia se originó en la reducción en los precios de las materias primas y en el menor dinamismo en la demanda interna en algunos países. Este contexto les permitió a los bancos centrales de la región ajustar la política monetaria hacia una menos contractiva, pero de manera paulatina dado que aún persisten riesgos a la inflación y por otro lado las economías avanzadas siguen siendo conservadoras en el retiro de sus políticas monetarias contractivas.

Si bien en algunos países la inflación se redujo más rápido de lo esperado desde el 2023, como en el caso de Costa Rica donde la inflación general interanual fue negativa la mayor parte del 2024 (-0,03% en junio del 2024) en otros países, la inflación sigue por encima de la meta de inflación con algunos indicios de riesgos al alza, como lo son Chile (4,2%), México (5,0%) y Colombia (7,2%). En este último los precios han mostrado mayor resistencia a bajar (gráfico 1).

Gráfico 1  
Inflación anual de los Índices de Precios al Consumidor  
(porcentaje)



Nota: Inflación del 2024 es a junio del 2024.

Fuente: Fondo Latinoamericano de Reservas y bancos centrales de cada país.

La inflación subyacente ha seguido la misma tendencia en los cuatro países, pero solamente en Chile se encuentra dentro del rango meta (3,2%). En Costa Rica, está por debajo de ella (0,4%), en México se ha acercado (4,1%) pero en Colombia está algo más lejos (7,1%, Núcleo 15).

En Costa Rica, la caída casi generalizada en los rubros de inflación se originó en varios factores: 1) en la apreciación del colón en los últimos 18 meses, 2) la reducción en los precios internacionales de materias primas importadas y 3) el efecto que tienen los precios regulados de manera directa en el IPC y a través de vinculaciones indirectas a otros precios.

A nivel de componentes de inflación, la inflación a junio del 2024 en tres de los cuatro países analizados tuvo origen en los grupos de alimentos, gastos relacionados con vivienda, restaurante y hoteles y otros servicios en términos generales, pero al mismo tiempo con magnitudes muy diferentes. Por ejemplo, el rubro de alimentos aumentó 5,9% en Chile y 6,5% en México, pero en Costa Rica disminuyó en 1,5%. En el caso de los precios de los bienes y servicios relacionados con vivienda, agua, electricidad y otros combustibles, ellos aumentaron en todos los países, en un rango entre 2,2% (Costa Rica) y 9,3% (Colombia).

A consecuencia de este comportamiento de los precios, las expectativas de inflación se movieron a la baja, pero con algunas diferencias importantes a destacar. Por ejemplo, en Costa Rica la expectativa de inflación a doce meses apunta a que la inflación se mantendrá cerca del límite inferior del rango de tolerancia, mientras que, en Chile, las expectativas han estado efectivamente ancladas a la meta desde mediados del 2023. Incluso, durante el 2022, a pesar de que la inflación en Chile, Colombia y México fue de dos dígitos, la expectativa de inflación no se alejó tanto del límite superior del rango de tolerancia como sí ocurrió en Costa Rica.

Esto es importante mencionarlo porque cuando las expectativas se desalinean fácilmente de la meta ante escenarios de inflación, ellas pueden magnificar las variaciones en los precios e incluso generar persistencia, dificultando con ello la efectividad de la política monetaria. Por otro lado, pueden reflejar grados distintos de credibilidad en las acciones de los bancos centrales para controlar la inflación.

En este contexto de inflación, en sus informes y comunicados de decisiones de política monetaria los bancos centrales han señalado algunos riesgos para la inflación de corto plazo y el cumplimiento de la meta de inflación. Entre los riesgos al alza indican:

- Persistencia de la inflación o algunos de sus componentes (México, Colombia)
- Depreciación de las monedas de la región (México, Costa Rica, Chile, Colombia)
- Lenta transmisión de la política monetaria (Chile)
- Riesgos geopolíticos o climáticos (México, Costa Rica)

Por otro lado, señalan algunos riesgos a la baja:

- Disminución de la actividad económica local e internacional (México, Chile, Colombia y Costa Rica)
- Menor traspaso de precios externos y cambiarios (México)
- Lento traspaso de la política monetaria a las tasas activas de la economía (Costa Rica)

Las ponderaciones de los componentes o clasificaciones dentro de los índices de precios al consumidor muestran algunas diferencias que deben tomarse en cuenta en la respuesta de la política monetaria porque inciden en la magnitud y dirección de la inflación, en su persistencia y en la percepción de los agentes económicos. Utilizando la Clasificación del Consumo Individual por Finalidades (CCIF) de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) se encuentra que en los cuatro países los rubros de Alimentos y bebidas no alcohólicas, vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, y transporte, son las clasificaciones que mayor peso tienen en el gasto de las canastas de consumo, pero en diferentes proporciones.

Por ejemplo, en el caso de alimentos y bebidas no alcohólicas en Chile, Costa Rica y México las ponderaciones están en el rango 22,2% y 25,8%, mientras que en Colombia representa el 15,1% de la canasta. El rubro de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles en Colombia representa un 33,1%, pero en Costa Rica solamente 12,5%. Transporte tiene un peso relevante en los cuatro países superior al 13,5%. Restaurantes y hoteles tiene un peso relevante en Colombia y México, mientras que las clasificaciones de salud y comunicaciones son importantes en Chile y Costa Rica.

En el 2022 cuando la inflación fue más alta, los artículos en la clasificación de alimentos fueron los que se mostraron una mayor variación anual en los cuatro países, producto de presiones de demanda, lo cual pudo tener más incidencia en Chile y Colombia. La reducción reciente responde particularmente a choques de oferta asociados con la reducción en los precios en los mercados internacionales y apreciación de las monedas, teniendo un impacto más favorable en Costa Rica. Por su ponderación en el IPC, este grupo ha magnificado las variaciones negativas en los precios, siendo que su aporte en la variación anual del IPC a junio del 2024 fue de -0,4 puntos porcentuales (cuadro 1).

En Chile y México, por su parte, el grupo de alimentos tuvo el mayor aporte positivo a la inflación, mientras que en Colombia el principal aporte al alza provino de los gastos relacionados con vivienda y servicios públicos, grupo que incluye algunos regulados. De manera que esto refleja la importancia de que la respuesta de política monetaria de los países tome en cuenta el origen de los choques de precios y su incidencia en grupos específicos ya que esto genera percepciones y expectativas de inflación diferentes (para un detalle mayor sobre las variaciones y aportes de cada grupo, también puede consultar los cuadros A1 y A2 en los anexos).

Otro aspecto que incide en la gestión de la política monetaria por el efecto que tiene en las diferencias de percepción y expectativas de inflación son las ponderaciones de gasto por estratos de ingreso<sup>8</sup>. Dado que los hogares más pobres de la región tienen una mayor proporción de su gasto en alimentación y servicios básicos, los aumentos en precios tienden a afectarlos más que al resto de la población y cuando la inflación baja, su efecto tiende a transmitirse más lentamente.

---

<sup>8</sup> Esta comparación es con base en lo que cada país tiene clasificado según Clasificación del Consumo Individual por Finalidades (CCIF) y no toma en cuenta diferencias metodológicas en la recolección de la información por parte de las instituciones de estadísticas de cada país como parte de los Censos que realizan. Tampoco profundiza en las diferencias conceptuales que pueda haber en cuanto a los artículos individuales que componen cada canasta.

En Costa Rica, según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), los hogares de menores ingresos destinan un 37% de su gasto en alimentación y un 17,5% en servicios de vivienda. En Colombia, por su parte, las ponderaciones de gasto por estratos de ingreso del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) muestran que, en el caso de los alimentos (alimentos y bebidas no alcohólicas), el porcentaje de gasto en los hogares vulnerables es 22,2% y pobres 23,8%, los gastos relacionados con el hogar 36,3% y 40,2% respectivamente. El gasto en alimentos de la clase media en Costa Rica se compara en porcentaje con el de hogares pobres y vulnerables en Colombia (26,3%).

Por su parte, en México los hogares en los tres deciles de ingreso más bajo destinan entre un 46,4% y 51,1% de su gasto para alimentación y un 10,9% en promedio en gastos relacionados con el hogar. Finalmente, en Chile los dos grupos de menor ingreso destinan un 28% en promedio para alimentación y un 20% a gastos relacionados con vivienda. Entonces, podría esperarse que ante choques en los precios internacionales de materias primas alimenticias o bien ante eventos climáticos que afecten la producción interna, los grupos de ingresos bajos perciban cambios de precios más altos.

#### Cuadro 1

Ponderaciones de las clasificaciones de gasto y su efecto en la variación del índice de precios al consumidor en junio del 2024

(en porcentaje)

País	Ponderaciones de las clasificaciones de gasto del IPC				Efectos en las variaciones de precios de a junio del 2024			
	Chile	Colombia	Costa Rica	México	Chile	Colombia	Costa Rica	México
Alimentos y bebidas no alcohólicas	22,2	15,1	24,3	25,8	1,3	0,8	-0,4	1,7
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,7	1,7	0,6	2,7	0,2	0,1	0,0	0,1
Ropa y calzado	2,9	4,0	4,0	4,8	-0,2	0,1	-0,1	0,1
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	16,8	33,1	12,5	19,6	1,0	3,1	0,3	0,9
Muebles, artículos para el hogar y para su conservación	6,2	4,2	5,9	4,5	-0,1	0,1	-0,1	0,1
Salud	8,2	1,7	6,0	3,1	0,3	0,1	0,1	0,2
Transporte	13,5	12,9	14,8	13,8	0,4	1,0	-0,3	0,6
Comunicaciones	6,7	4,3	7,8	3,1	0,2	0,0	0,5	-0,1
Recreación y cultura	4,8	3,8	5,1	4,9	0,3	0,1	0,0	0,1

País	Ponderaciones de las clasificaciones de gasto del IPC				Efectos en las variaciones de precios de a junio del 2024			
	Chile	Colombia	Costa Rica	México	Chile	Colombia	Costa Rica	México
Educación	4,2	4,4	5,4	3,5	0,2	0,5	0,1	0,2
Restaurantes y hoteles	6,2	9,4	6,0	9,5	0,5	0,9	0,1	0,6
Bienes y servicios diversos	3,7	5,4	6,8	4,7	0,1	0,3	0,0	0,3
Servicios financieros	1,1		0,7		-0,1	0,0	0,0	0,0

Notas: Ponderaciones según año base: Chile 2023, Colombia 2018, Costa Rica 2020, México 2018.

Fuente: Instituciones de estadísticas de los países, INEGI, INE, INEC, INE.

Otro aspecto importante por considerar en la gestión de la política monetaria es el efecto que tiene la variación cambiaria en los precios locales. El efecto más directo de las variaciones cambiarias se canaliza a través de los bienes importados para consumo local y de las materias primas para la producción. De modo que, un aumento en el tipo de cambio implica costos mayores de los bienes finales e intermedios importados que tendrá un efecto similar pero rezagado en los precios finales al consumidor. También las fórmulas de fijación de precios y tarifas de bienes y servicios regulados incluyen al tipo de cambio como una variable de ajuste.

En Colombia, el episodio de inflación del 2015 y 2016 es un ejemplo del efecto combinado por el traspaso de tipo de cambio y de distorsiones climáticas. En ese lapso la inflación alcanzó un máximo de 8,9% en julio del 2016. De acuerdo con el Informe sobre Inflación del Banco de la República de diciembre del 2015, la inflación en ese período se originó en la depreciación acumulada del peso y en el choque a la oferta agropecuaria, ocasionada por la intensificación del fenómeno climático El Niño. Esto ocasionó que hubiera presiones en los costos de producción. En esa ocasión el Banco de la República indicó que, aunque el traspaso del efecto cambiario fue menor a otros períodos, hubo un notable aumento de bienes transables tales como vehículos, estufas, lavadoras, algunos productos del cuidado personal y joyería.

En Costa Rica, además del efecto traspaso del tipo de cambio a los precios por el canal de costos de importación también tiene relevancia el efecto de la fijación de precios en dólares. A diferencia de otros países, en Costa Rica está permitida la negociación de contratos y expresión de precios en otras monedas, principalmente el dólar de Estados Unidos. De modo que las apreciaciones del colón tienden a reducir los precios locales y las depreciaciones a aumentarlos.

En este sentido, las estimaciones de variaciones de precios de los bienes y servicios transables para Chile, Costa Rica y México muestran que la depreciación de sus monedas en el 2022 y la apreciación posterior en México y Costa Rica entre 2023 y 2024, incidieron en variaciones en los precios de los transables en la misma dirección del tipo de cambio. Estas variaciones de precios vinculadas a tipo de cambio se han dado sobre todo en bienes relacionados con hogar, transporte, recreación, vestido y cuidado personal y bienes y servicios regulados.

Otro aspecto que incide en las tendencias de inflación y en la respuesta de política monetaria es el comportamiento y ponderación de los precios regulados y cómo estos encadenan cambios en precios de bienes y servicios relacionados. En un estudio de Galindo y Naguer (2023) citado por el FLAR en su Informe Macroeconómico para América Latina y el Caribe del 2024, concluye que, en el contexto latinoamericano, los choques de oferta en el precio de la energía tienen un efecto en la inflación general que alcanza su máximo en 11 meses y 15 meses para la inflación subyacente. Identificaron en ese estudio que la inflación en Costa Rica tiene una reacción más rápida a los choques de precios de energía.

El análisis monetario del Estado de la Nación del 2023 identificó literatura que demuestra que en Costa Rica los precios regulados tienen un aporte grande en las tendencias inflacionarias. Por un lado, Costa Rica es importador de petróleo, cuyo precio en el mercado local está regulado, de manera que los cambios de precios en los mercados internacionales se transmiten casi que de manera inmediata a los precios locales por la activación de los ajustes tarifarios ordinarios y extraordinarios. Por otro lado, el precio de los combustibles es un componente en la fijación de otros precios y tarifas en la economía, por lo que tiene efectos de segunda ronda. Esto contribuyó a que el aumento en los precios del 2022 fuera más acelerado que en otras economías de la región, pero que, también la reducción en los precios que inició en el 2023 también fuera más rápida (gráfico 2).

Los índices de precios de regulados en Costa Rica y Chile han mostrado una tendencia similar en los últimos diez años. De hecho, la variabilidad de estos índices para estos dos países es mayor en comparación con Colombia y México<sup>9</sup>. Pero, desde el 2021 a la fecha, los precios regulados en Chile mostraron mayor persistencia y se ajustaron más lentamente a la baja en el 2023 y mostrando incluso una reversión en el primer semestre del 2024. En Colombia por su parte, los bienes y servicios regulados han tenido una clara resistencia a bajar.

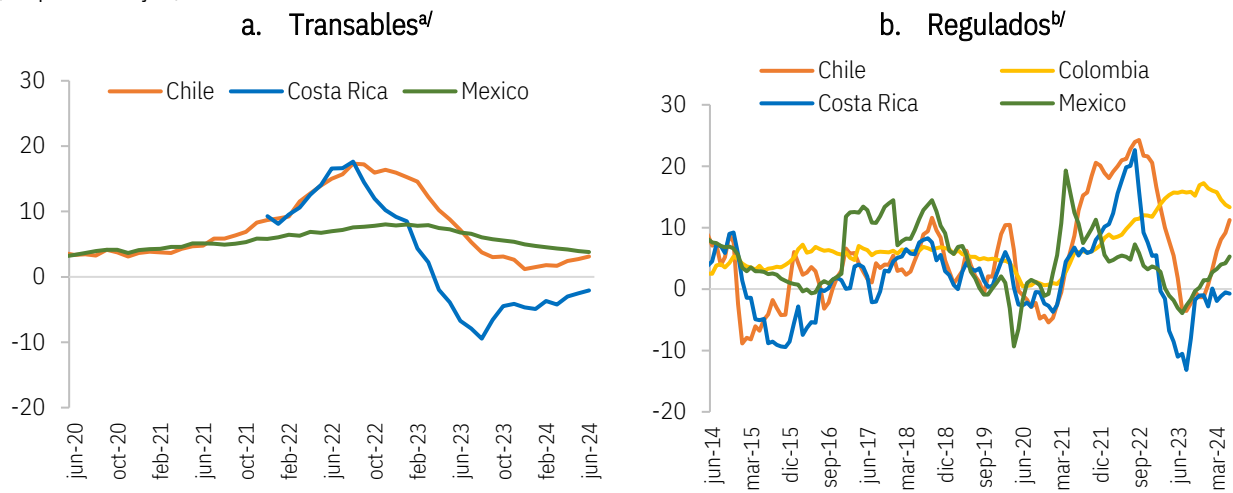
Estas divergencias se explican por diferencias en las metodologías de definición de precios particularmente en temas de energía y combustibles. En Colombia, Costa Rica y Chile, las tarifas de electricidad se fijan en función de los costos de producción y distribución y el reconocimiento de pérdidas, los cuales dependen, entre otras cosas, de la inflación pasada, costos de insumos y variaciones cambiarias. Sin embargo, en Colombia y Chile la regulación de tarifas es parcial en el sentido de que no hay intervención en algunas partes de la cadena de suministro.

---

<sup>9</sup> Las desviaciones estándar de los cambios anuales en los índices de regulados en 10 años son: Chile 7,8, Colombia 4,2, Costa Rica 6,5, México 5,2.

Gráfico 2

Variación de índices de precios de bienes y servicios en países seleccionados en América Latina (en porcentajes)



a/ No se dispone de información de un índice de transables para Colombia. En Costa Rica los datos están disponibles desde el 2021.

b/Chile: índice de precios de energía y volátiles, Colombia: índice de regulados, Costa Rica\_ índice de regulados, México: energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno.

Fuente: Instituciones de estadísticas de los países, INEGI, INE, INEC, INE y bancos centrales.

Mientras que en Costa Rica la generación y distribución en su mayoría depende de la empresa estatal (Instituto Costarricense de Electricidad), en Colombia, México y Chile las empresas privadas tienen una mayor participación en la generación, distribución y comercialización y los costos de comercialización dependen de si la compra de energía se da mediante contratos bilaterales de largo plazo o en los mercados de energía<sup>10</sup>. El primero, reduce la variabilidad en los precios, pero, los mercados de energía reflejan más rápidamente los cambios en los costos.

Otras diferencias metodológicas inciden en las diferencias de tendencia. En Costa Rica los ajustes tarifarios pueden darse de manera ordinaria o extraordinaria. En Chile, solo se regulan los precios de electricidad en sectores con menor potencia conectada, mientras que en Colombia los costos en toda la cadena de suministro se ajustan en función del Índice de Precios al Productor, el cual en los últimos años ha sido mayor al IPC y esto ha limitado la reducción en los precios de energía. Además, en Colombia los precios finales son subsidiados para los grupos de menor ingreso<sup>11</sup>.

En lo que se refiere a hidrocarburos, en Costa Rica están regulados y además tienen un cargo adicional en el impuesto selectivo de consumo. Al ser Costa Rica un importador de

<sup>10</sup> En Colombia las empresas de generación pueden vender su energía en la bolsa de energía o mediante contratos bilaterales. En Chile, tienen tres mecanismos: el mercado de grandes consumidores, a precio libremente acordado; el mercado de empresas distribuidoras, a Precio de Nudo para clientes de precio regulado; y el Centro de Despacho Económico de Carga del respectivo sistema (CDEC), a costo marginal horario.

<sup>11</sup> El esquema de subsidios establece una contribución adicional del 20% del costo de consumo eléctrico para los hogares dentro de los estratos de ingresos altos (estratos 5 y 6) con lo que se financia el subsidio para los estratos 1, 2 y 3 de menores ingresos que se distribuye en el rango del 15% al 70%.

hidrocarburos, las variaciones internas en el precio dependen tanto de los precios internacionales como de las variaciones cambiarias. Ambos factores son tomados en cuenta en la fijación de los precios. En los demás países los precios de los combustibles tienen libre mercado y tanto Colombia como México son productores de petróleo.

## **Crecimiento económico y actividad comercial**

Al comparar las economías de América Latina en función de su comportamiento económico y la respuesta de política monetaria, es necesario tener presente que las diferencias en la composición de la actividad económica y el enfoque de comercio exterior pueden condicionar no solo la evolución de las variables económicas tales como balance comercial y flujos de inversión y divisas, sino que también las acciones de los bancos centrales en la ejecución de la política monetaria y cambiaria. Por ejemplo, en el período de desinflación de Costa Rica en el 2015, la posición del país como importador neto de materias primas jugó en favor de la reducción en los precios locales, pero también provocó una sobre-reacción. Este mismo fenómeno no fue visto en otras economías de la región.

Teniendo eso en cuenta y en lo que respecta al crecimiento económico reciente, el Fondo Monetario Internacional proyecta que el crecimiento de América Latina será de 2% en el 2024 y 2,5% en el 2025, cifras corregidas a la baja en la actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial de julio del 2024 por la expectativa de moderación de la demanda interna en las economías de mayor tamaño en la región y por el efecto de eventos climáticos. Para Estados Unidos, Europa y China, principales socios comerciales de América Latina, el organismo proyecta un crecimiento de 2,6% en el 2024 para Estados Unidos y 1,9% en el 2025 cuando el crecimiento se acerque a su potencial. La zona del euro crecería 0,9% y 1,5% en ese mismo orden impulsado por los servicios y por un aumento superior a lo previsto de las exportaciones netas, mientras que China lo hará en 5% y 4,5% respectivamente, principalmente por el repunte del consumo privado y a la fortaleza de las exportaciones.

Debido a la extensión de las políticas monetarias restrictivas más de lo esperado, los países de la región ya muestran señales de desaceleración. Costa Rica y México fueron la excepción mostrando tasas de crecimiento y actividad económica buenas en el 2023, incluso superiores al promedio de los últimos 20 años (en términos reales el PIB del 2023 creció 5,1% y 3,2% respectivamente). En estos dos casos países, el grado de apertura comercial y su buen posicionamiento para la atracción de inversión extranjera les ha jugado en favorablemente. En Colombia y Chile el crecimiento fue cercano a cero (0,6% y 0,2% en ese orden).

Precisamente, los datos recientes muestran diferencias en la actividad económica de los países que tienen relevancia para la formulación y ejecución de la política monetaria. Estas diferencias tienen que ver con la importancia relativa de los productos de exportación, los incentivos a ciertas industrias y los países con quienes existe mayor relación comercial.

En el caso de Costa Rica la actividad económica del primer trimestre del 2024 creció a una tasa interanual de 3,7%% (medido por el Índice Mensual de Actividad Económica). La manufactura fue la actividad que más aportó a la dinámica económica y creció 4,1% al terminar el trimestre, pero en particular la manufactura destinada a la producción de textiles e implementos médicos

en el régimen especial<sup>12</sup>, siendo este último el principal producto de exportación del país en la actualidad. El régimen definitivo, que explica el 71,8% de la actividad, reflejó un mayor dinamismo de actividades internas de comercio, hoteles y restaurantes y servicios profesionales, pero también una caída en la inversión pública. Por su parte, tanto las importaciones como las exportaciones se moderaron (2,1% y 4,3% en ese orden), como reflejo de la desaceleración en la actividad interna, menores precios de combustibles y el bajo crecimiento de las economías avanzadas.

En Chile, los datos del IMACEC de marzo del 2024 indican que la economía creció 0,8% en términos anuales destacando la producción del sector minero (8,2%). Pero, por otro lado, el comercio local disminuyó 5,3% mientras que los servicios solamente marginalmente. Esto se debe en parte al clima de incertidumbre que generaron los procesos de revisión de la constitución y los plebiscitos en el 2022 y 2023. Además, el gasto fiscal se desaceleró como parte de las medidas para recuperar el balance estructural hacia el 2026. Los datos de comercio exterior muestran una caída en las importaciones de 4,9% y en las exportaciones de 2,5%, sobre todo en productos relacionados con litio. Esta disminución se dio principalmente en los envíos hacia el norte de América (excluido México, -26%), ya que, a pesar de la desaceleración en China, las exportaciones hacia ese país aumentaron 3,7%.

En Colombia el Indicador de Seguimiento a la Economía continuó mostrando una desaceleración de la economía colombiana, al estancarse en marzo del 2024 con respecto al año previo (serie desestacionalizada, crecimiento 0,02%). Las actividades primarias que consta, entre otras cosas de agricultura y explotación de minas, decrecieron 1,6%, las secundarias, que incluyen construcción y manufactura, decrecieron un 4,3% y solamente las terciarias, entre ellas los servicios, comercio, transporte y alojamiento, crecieron 1,3% en conjunto. Esto es reflejo de la desaceleración de la demanda por efecto de la alta inflación y los costos adicionales asociados con la reforma tributaria del país vigente desde el 2023. Las exportaciones decrecieron 9,4% en el trimestre, sobre todo por la moderación en los precios internacionales de carbón, petróleo y café que reflejó en una caída de las exportaciones de combustibles y productos de industrias extractivas de 16,8%. Las exportaciones de tipo minero-energético representan el 55% de las exportaciones totales de Colombia.

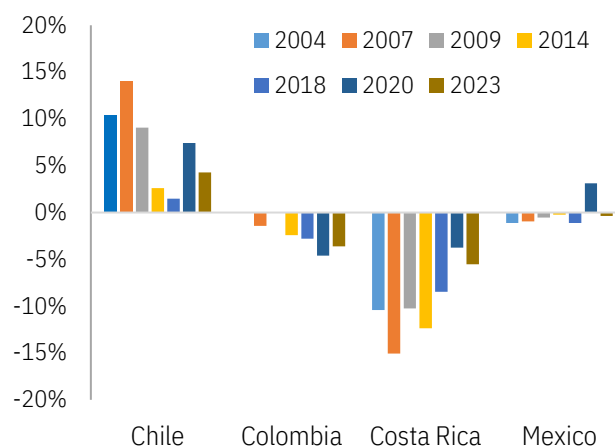
En México el Indicador Global de la Actividad Económica presentó una variación anual de 1,6% en marzo del 2024 (índice acumulado), reportando una desaceleración con respecto a los meses previos. Continuó la desaceleración de la agricultura y minería y un menor crecimiento de la construcción y actividades terciarias, las cuales incluyen la mayoría de los servicios. En términos de comercio exterior, en el primer trimestre del año las exportaciones totales crecieron 1,7% en comparación con el año previo por el aumento en las exportaciones no relacionadas con petróleo. Por ejemplo, las exportaciones hacia Estados Unidos del sector automotriz aumentaron 8,5%. Las exportaciones petroleras, que representan cerca del 5% del total, más bien disminuyeron 2,6% tanto por el menor precio promedio en los mercados internacionales como por volumen, a consecuencia de la desaceleración de la actividad económica global.

---

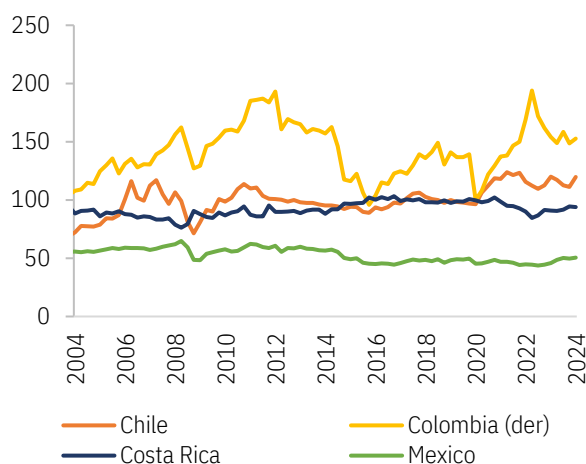
<sup>12</sup> El Régimen de Zonas Francas (RZF) en Costa Rica es un conjunto de incentivos y beneficios otorgados por el país a compañías que realizan nuevas inversiones en el país. Está regulado por la Ley de Zonas Francas N°7210.

En resumen, en Costa Rica las industrias de tecnológica y médica, amparadas por un régimen de incentivos en zona franca y dirigidas sobre todo al mercado de Estados Unidos, han sido muy dinámicas en los últimos años, mientras que en México el sector automotriz ha tenido un aporte significativo. Podría esperarse que las decisiones de política monetaria que se tomen en Estados Unidos tengan mayor incidencia en estos países y que las tendencias de tipo de cambio incidan un poco más en la competitividad de sus exportaciones. En Chile por su parte, el sector minero sigue siendo el más importante, con una mayor dependencia del mercado asiático, de manera que la actividad del sector depende en gran medida de cambios en la demanda global (para más detalle ver el cuadro A3 Información general sobre crecimiento económico y comercio de los países en los anexos).

**Gráfico 3**  
Balance comercial en relación con el Producto Interno Bruto países seleccionados de América Latina



**Gráfico 4**  
Términos de intercambio (en porcentajes)



Fuente: Fondo Latinoamericano de Reservas, bancos centrales y oficinas de estadísticas y de comercio de cada país.

Finalmente, los cambios en el balance comercial y los términos de intercambio en estos países inciden en otras variables económicas relevantes como tipo de cambio, crecimiento económico y flujos de inversión. Al respecto destacan los casos de Chile, Colombia y Costa Rica. Al cierre del 2023 Chile presentó un superávit comercial equivalente al 4,3% del PIB el cual es superior al observado a los dos años previos, sin embargo, ha disminuido significativamente con respecto a dos décadas atrás. En Costa Rica por su parte, el déficit comercial ha disminuido en los últimos años en parte por la recomposición de la estructura productiva mientras que en Colombia el déficit comercial ha aumentado sobre todo después del 2019.

Esto está vinculado con los cambios en los términos de intercambio<sup>13</sup>. En Chile, por ejemplo, los términos de intercambio han mejorado en los últimos años porque el país tiene un balance comercial positivo, los precios del cobre en los mercados internacionales han seguido aumentando y el peso chileno se ha depreciado, lo que permite que los ingresos por exportaciones financien una mayor proporción de las importaciones.

En Costa Rica la depreciación del colón y el aumento en los precios internacionales de materias primas en el 2022 encarecieron las importaciones y, debido a su déficit comercial, esto se reflejó en un deterioro de los términos de intercambio. La intuición hace pensar que, en general, las depreciaciones deben promover un aumento de las exportaciones y mejorar los términos de intercambio por efecto de volumen (suponiendo todo lo demás constante), pero esto no se reflejó con claridad en el indicador para Costa Rica. Más bien la apreciación del colón en combinación con precios internacionales más bajos y la continuidad del crecimiento de las exportaciones en los últimos dos años, favorecieron los términos de intercambio.

Una tendencia similar se observó en México, donde los términos de intercambio mejoraron pese a la reducción en los precios del petróleo a nivel internacional y la apreciación del peso. Mejoró con ello la capacidad del país para importar bienes y materias primas en relación con el 2022 porque el valor de las exportaciones siguió creciendo en sectores no relacionados con petróleo.

### **Cambios recientes en la política monetaria**

En los últimos cinco años la formulación y ejecución de la política monetaria a nivel global ha enfrentado retos importantes y los países de América Latina no se escapan de ello. Luego de la crisis financiera del 2008 y la desaceleración económica que siguió en el 2009 hubo un período amplio de relativa estabilidad en los ciclos de política monetaria que se rompió en el 2018 con la desaceleración económica causada por distorsiones en los flujos comerciales, normalización de las posturas de política monetaria y precios internacionales de materias primas comparativamente más altos que se estaban traduciendo en mayor inflación no subyacente. Esta coyuntura se agravó con la pandemia de Covid-19.

En ese contexto, los bancos centrales de América Latina, entre ellos Chile, Costa Rica y México, iniciaron desde finales del 2019 un ciclo de reducciones en la tasa de política monetaria, cuyo ritmo de ajuste se aceleró en el 2020. En Colombia, sin embargo, el proceso de ajuste se inició un poco más tarde, en marzo del 2020. En total, la reducción de las tasas de política monetaria estuvo en un rango de 2,5 puntos porcentuales en Colombia y 4,5 puntos porcentuales en Costa Rica. Cuando se compara este cambio en la tasa de política con su promedio de los últimos 10 años, se encuentra que en Costa Rica el cambio fue más fuerte en términos relativos.

Tras la recuperación económica en el 2021, se vino un período inflacionario que se creía temporal y que obligó a los bancos centrales a nivel mundial a tomar posiciones restrictivas en su política monetaria que han permitido una reducción gradual de la inflación, aunque más lenta de lo esperada, situación que ha alargado la restricción monetaria. Cuando la inflación empezó

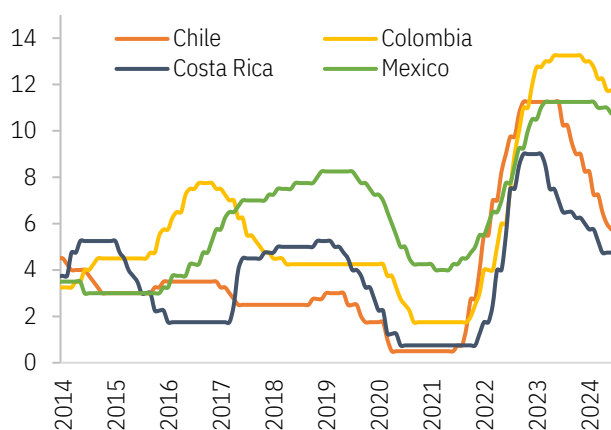
---

<sup>13</sup> Los términos de intercambio pueden variar por muchas razones, entre ellas: volumen y precio de exportaciones, volumen y precio de importaciones, tipo de cambio, demanda interna y externa, precios internacionales de materias primas. Por esta razón, la interpretación de las variaciones en los términos de intercambio es aproximada y basada en información parcial.

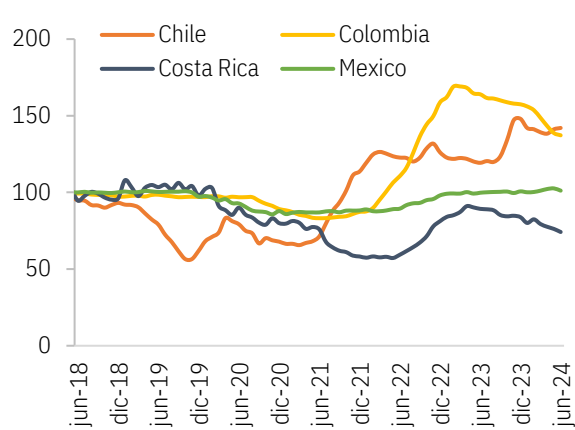
a aumentar en el 2021, estos países de la región aumentaron sus tasas de política monetaria de manera bastante rápida. Estas alcanzaron sus niveles máximos de la última década<sup>14</sup>.

Tombini (2024) apunta algunos factores que han dificultado las decisiones de política monetaria recientes: 1) en principio se creyó que el choque inflacionario era temporal, 2) la política monetaria restrictiva no desaceleró las economías tan rápidamente como se preveía inicialmente, 3) los rezagos en la transmisión de la política monetaria han cambiado, 4) la inflación ha sido persistente sobre todo en servicios, 5) en algunas economías de la región, los altos déficit fiscales pudieran estar dificultando la transmisión de la política monetaria<sup>15</sup>.

**Gráfico 5**  
Países seleccionados de América Latina: Tasas de política monetaria (en porcentajes)



**Gráfico 6**  
Tasas activas de referencia para el financiamiento de vivienda<sup>a/</sup> (índice base = Ene-2018)



a/ Chile: tasas para crédito nuevos de vivienda en unidades de fomento, Colombia: tasas para vivienda diferente de VIS en pesos colombianos/nuevos créditos, Costa Rica: Tasa activa negociada para créditos nuevos en actividades inmobiliarias en colones, México: Tasa promedio ponderada de nuevos créditos a la vivienda.

Fuente: Bancos centrales de cada país.

Debido a la creciente integración económica, para las economías más pequeñas y en particular para las de América Latina, las decisiones de política monetaria también están condicionadas por lo que hagan las economías avanzadas y en los últimos años estas han actuado con mucha cautela. Así, los diferenciales de tasas con respecto a las economías avanzadas causados por los ajustes en la política monetaria contribuyeron a que no hubiera salidas abruptas de flujos de capitales en América Latina ni aumentos considerables en las primas por riesgo, las estuvieron por debajo del promedio de los últimos 5 años en México, Brasil y Chile en el 2023 (FLAR, 2023).

<sup>14</sup> Entre las principales economías de América Latina la excepción a esto fue Brasil, cuyas tasas de interés en el periodo 2014 y 2016 fueron las más altas en ese lapso.

<sup>15</sup> Los déficits fiscales persistentes que presionan las tasas de interés y premios por riesgo al alza y a consecuencia de esto, elevan el nivel de la tasa natural-neutral que define los límites de los ajustes en las tasas de política. Además, generan un desvío de recursos y una distorsión en el flujo de fondos prestables.

Sin embargo, la rapidez con la que se adoptó la política monetaria restrictiva en ese momento y la limitación que supone el que los bancos centrales de economías avanzadas estén retrasando la normalización de la política está teniendo impacto en las economías de la región. Esto por cuanto algunas de ellas han experimentado apreciaciones de sus monedas (no enteramente causadas por diferenciales de tasas de interés) y algunos signos de desaceleración económica.

En este ciclo de política monetaria restrictiva (2021-2023) Colombia y Chile se caracterizaron por hacer los ajustes más fuertes en términos de puntos porcentuales en la tasa de política. Pero, llama la atención que en general la mayor parte del aumento en las tasas se concentró en el 2022. Por ejemplo, en Chile, Colombia y México, en ese año los aumentos de tasa de política representaron el 67%, 78% y 69% del ajuste total, respectivamente.

En el caso de Costa Rica, el cambio en la política monetaria pudo darse de manera tardía. En este sentido, llama la atención que el 94% del ajuste se dio en el 2022 lo que implica un cambio menos gradual, tomando en cuenta que estudios para este país han determinado que el efecto traspaso de los efectos de la política monetaria tardan cerca de 18 meses en completarse.

## Cuadro 2

Datos comparativos de los cambios en las tasas de política monetaria (puntos porcentuales)

	Chile	Colombia	Costa Rica	México
Tasa de política promedio de 10 años	4,05	5,84	3,86	6,37
Variabilidad	3,12	3,42	2,26	2,68
Tasa máxima en 10 años	11,25	13,25	9,00	11,25
<b>Política expansiva</b>				
Ajuste total (disminución)	-2,00	-2,50	-3,25	-4,25
Relación con la tasa promedio	-0,49	-0,43	-0,84	-0,67
<b>Política restrictiva</b>				
Ajuste total (aumento)	10,75	11,50	8,25	7,25
Relación con la tasa promedio	1,66	0,97	1,14	0,14
<b>Cambios en la tasa de política por año</b>				
2019	-1,00	0,00	-2,50	-1,00
2020	-1,25	-2,50	-2,00	-3,00
2021	3,50	1,25	0,50	1,25
2022	7,25	9,00	7,75	5,00
2023	-3,00	1,00	-3,00	0,75
2024	-2,25	-1,25	-1,25	-0,25

Fuente: Cálculos propios con base en datos de los bancos centrales de cada país.

Al relacionar el aumento total en la tasa de política con respecto al nivel promedio de la última década, se encuentra que tanto Costa Rica como Chile, tuvieron los ajustes relativos más fuertes, lo que sugiere que el costo del ajuste para la demanda interna pudo tener mayor impacto que en Colombia y México. Pese a esto, el PIB real de Costa Rica creció en el 2023 por encima del promedio de los últimos 10 años.

Costa Rica empezó a revertir su política monetaria contractiva desde el segundo semestre del 2023 y ha continuado en el 2024. Chile por su parte, aceleró el ritmo de ajustes en el 2024. Aun así, las tasas de financiamiento se han ajustado con lentitud hacia la baja sobre todo en Chile y en México (tomando como referencia las de crédito para vivienda) (gráfico 6). El BCCR ha mencionado en sus informes de política monetaria que la transmisión de la política monetaria a las tasas del sistema financiero no ha sido simétrica. Esto tiene que ver con los niveles de concentración y eficiencia en el sistema y con algunas distorsiones a nivel legal y regulatorio que limitan alcanzar un mayor grado de competencia. Además, está relacionado con cambios en la metodología de cálculo de la Tasa Básica Pasiva, la cual sirve de referencia en la asignación de tasas de interés para una proporción alta de créditos con tasa variable (sobre esto se ofrece más detalle en la sección Política Monetaria y Cambiaria en Costa Rica).

En general, los cuatro países se enfrentan a la disyuntiva de qué tan rápido deben hacerse los cambios en la política monetaria, tomando en cuenta la incertidumbre sobre lo que harán las economías avanzadas, pero principalmente Estados Unidos. Los comunicados y minutas de política monetaria dejan ver que, aunque existe consenso entre los miembros de las juntas directivas en cuanto a que las tasas de política monetaria deben bajar, aún existen discrepancias en cuanto a la magnitud de los ajustes. Por otro lado, estos comunicados y los informes económicos periódicos dan cuenta de los indicios de desaceleración que tienen los países.

Finalmente, en los balances de riesgos que apoyan las decisiones de política los bancos centrales han llamado la atención sobre los riesgos de realizar una salida anticipada de la postura de política monetaria, entre ellos:

- Tendencia a la depreciación de la moneda (México, Chile y Costa Rica)
- Inflación y expectativas por encima de la meta de inflación (Chile, Colombia, México)
- Componentes del IPC con cierta persistencia inflacionaria (Chile, Colombia, México)
- Traspaso de la política monetaria lento y desigual, reflejándose más rápidamente en las tasas de depósitos que en las de crédito (Chile y Costa Rica)
- Conflictos geopolíticos, tensiones comerciales y eventos climáticos (Costa Rica)

## **Mercado cambiario y posición externa**

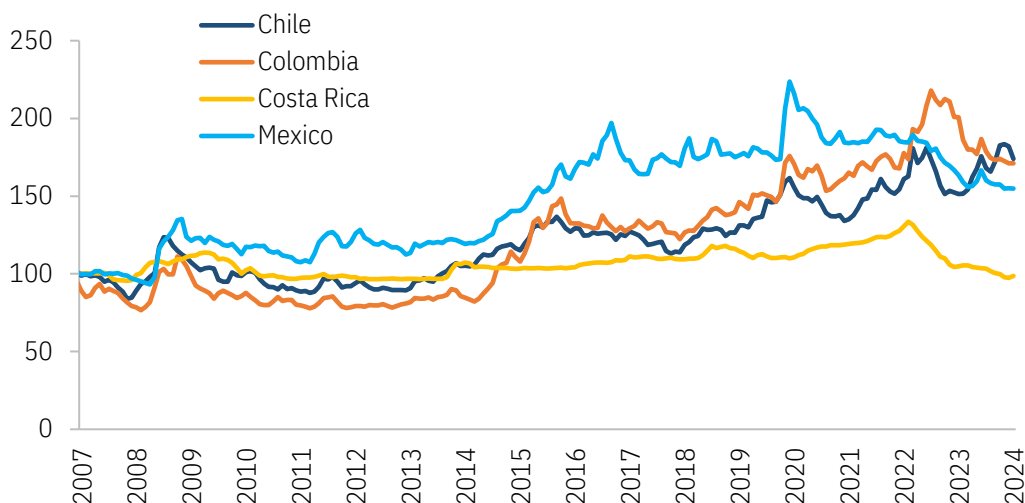
A partir de finales del 2021, las monedas de México, Colombia y Costa Rica se han apreciado con respecto al dólar. De acuerdo con los bancos centrales de estos países, algunos factores comunes que justifican la apreciación son producto de una mayor disponibilidad de divisas atribuido al dinamismo del sector turístico y flujos de inversión extranjera que han sido atraídos por la cercanía de estos países con Estados Unidos, por las condiciones demográficas favorables y por los esfuerzos de consolidación fiscal que han mejorado la percepción de riesgo país.

Además, en el caso específico de México también responde a la movilidad de capitales por los diferenciales de tasas de interés, el aprovechamiento del “*nearshoring*”, el mayor ingreso de remesas y por el aumento en los precios internacionales del petróleo en una parte de ese período de apreciación.

Tanto en Costa Rica como en Colombia también se atribuye a la mejora en la balanza comercial, aunque por razones diferentes. Mientras en Costa Rica se debe a la permanencia en la dinámica de las exportaciones, en Colombia es producto de una reducción en las importaciones por la moderación en el consumo interno. Por esta situación, a mayo del 2024 el peso colombiano acumulaba una apreciación del 14,8% con respecto al año anterior, mientras que el colón y el peso mexicano se apreciaron en 6% y 5,3% respectivamente. Al terminar el 2023 las apreciaciones fueron de 17,5%, 11,4% y 12,3%. En Chile, por el contrario, el peso se ha depreciado, en parte como consecuencia de la inestabilidad política y en el entorno de inversión por los intentos fallidos de modificación a la constitución y las reformas fiscales.

### Gráfico 7

Tipo de cambio nominal de países seleccionados de América Latina  
(índice base = ene-2006)



Fuente: Bancos centrales de cada país.

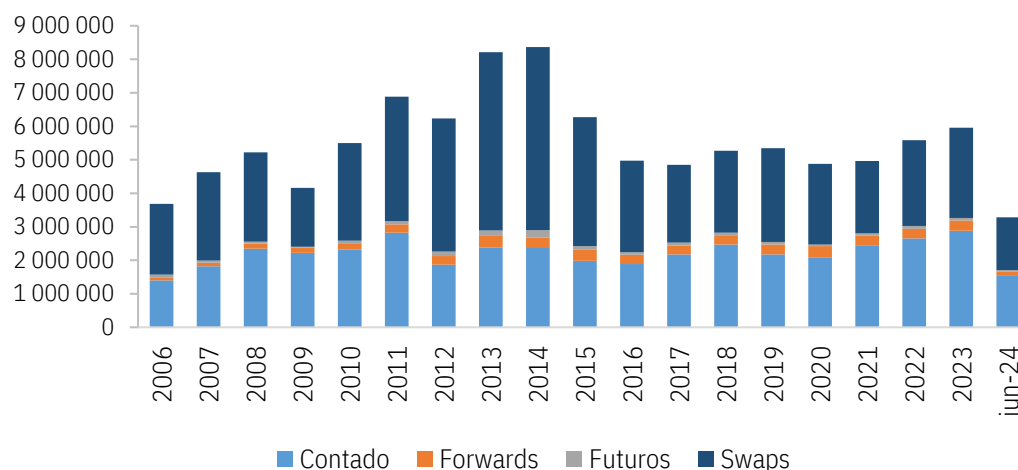
Debido a que estos cambios en las tendencias en el tipo de cambio responden en parte de los diferenciales de tasas de interés, los bancos centrales de estos países han sido cautelosos en la realización de ajustes en las tasas de política. En la mayoría de ellos, los comunicados de decisiones de política monetaria resaltan que es necesario esperar las decisiones de política que tomen los bancos centrales de las economías avanzadas, principalmente Estados Unidos. Aunque no lo indican explícitamente, entendiendo que las variaciones cambiarias se transfieren a los precios locales, los bancos centrales han considerado este traspaso como parte de los riesgos al alza en la inflación. Sin embargo, por otro lado, la continuidad de las apreciaciones puede llevar a una pérdida de competitividad.

En el caso de México, el volumen de negociación en el mercado cambiario aumentó durante el 2022 y 2023 reflejando mayores flujos de inversión y turismo, lo cual propició una apreciación del peso mexicano durante esos dos años. La Comisión de Cambios del Banco de México no ha intervenido en el mercado cambiario para detener la apreciación del peso, pero sí decidió reducir el monto de las subastas de cobertura cambiarias que estaba vigente desde el 2017 y renovar los vencimientos de coberturas cambiarias en una sola ocasión.

En la decisión argumentó que las condiciones de operación en el mercado cambiario nacional habían regresado a niveles adecuados de liquidez, profundidad y que exhibía un funcionamiento ordenado. En principio, estas subastas tenían el propósito frenar depreciaciones del peso por comportamientos desordenados del mercado.

Precisamente en lo que se refiere a las intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario, en el pasado éste ha dispuesto mecanismos de intervención a través de subastas de coberturas cambiarias, opciones de venta de dólares y subastas directas en el 2003, 2008, 2009, 2010, 2014, 2017<sup>16</sup>. En cuanto a las intervenciones mediante ventas directas en el mercado, las intervenciones más recientes se dieron en el 2016 y 2017.

**Gráfico 8**  
**Negociaciones en el mercado cambiario de México**  
(millones de dólares)



Nota: datos del 2024 acumulados hasta junio del 2024.

Fuente: Banco de México.

<sup>16</sup> En lo que se refiere a las intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario, en el pasado éste ha dispuesto mecanismos de intervención también en las siguientes fechas con los mecanismos que se describen:

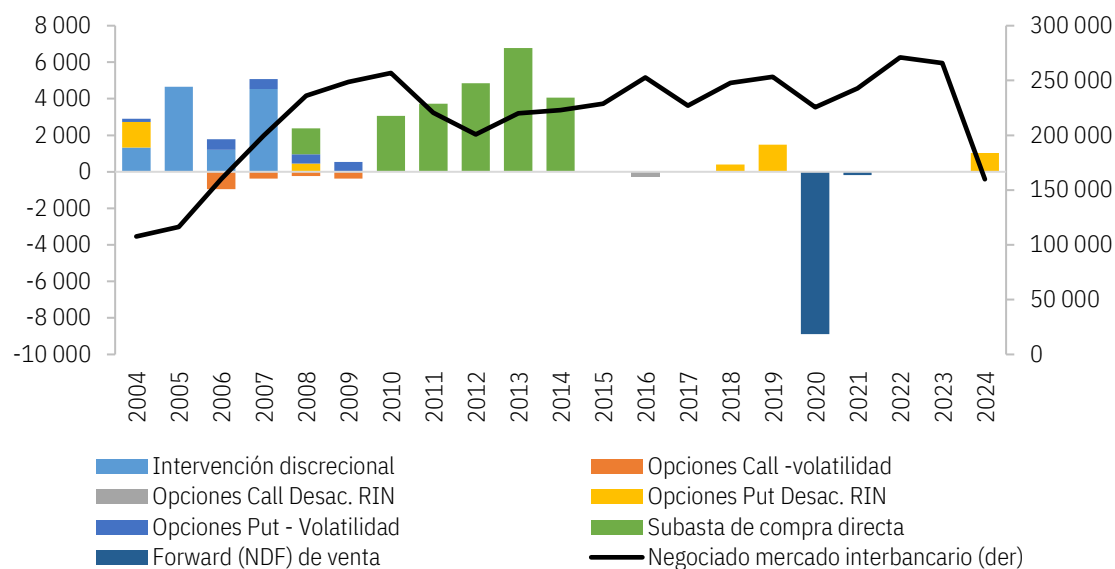
- Subastas de coberturas cambiarias entre febrero del 2017 y agosto del 2023.
- Subasta de dólares con precio mínimo entre diciembre del 2014 y febrero del 2016; entre noviembre del 2011 y abril del 2013 y entre octubre del 2008 y abril del 2010.
- Subasta de dólares sin precio mínimo entre marzo del 2015 y noviembre del 2015 y entre marzo del 2009 y septiembre del 2009.
- Subasta de opciones de venta de dólares entre febrero del 2010 y noviembre del 2011 y entre agosto de 1996 y junio del 2001.
- Subastas extraordinarias de dólares en octubre del 2008.
- Subasta de dólares entre febrero de 1997 y junio del 2001.
- Mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales entre mayo del 2003 y julio del 2008.

De acuerdo con el Banco de México, en el primer bimestre de 2016 hubo un deterioro de los términos de intercambio derivado de la reducción en el precio del petróleo, así como el estancamiento de la demanda por exportaciones. Dentro de los factores de carácter financiero destacaron el uso de coberturas cambiarias del peso mexicano en las estrategias de ajuste en la exposición de riesgos en otras divisas, la mayor aversión al riesgo entre inversionistas; el uso de modelos de operación automatizada de alta frecuencia por parte de algunos agentes en el mercado cambiario que aprovechaban la volatilidad del tipo de cambio para obtener ganancias, lo que a su vez afectaba su nivel, retroalimentaba su volatilidad y reducía la liquidez del mercado. Ante esto, el Banco de México intervino discrecionalmente en el mercado vendiendo US\$2.000 millones. Por otro lado, la intervención del 2017 se dio debido al aumento considerable en la volatilidad del tipo de cambio ante la posibilidad de una política más proteccionista por parte del gobierno de Estados Unidos que afectaría a México, por lo que el Banco de México realizó una venta directa al mercado de US\$2.000.

En el caso de Colombia hubo poca intervención en el mercado cambiario en los últimos cinco años. Estas se dieron sobre el todo en el contexto de la pandemia de covid-19 durante el 2020 mediante forwards de venta para contener las presiones extraordinarias a la depreciación del peso colombiano. Lo referente al comportamiento del mercado cambiario costarricense y la intervención del banco central se describe en la siguiente sección.

Gráfico 9

Negociaciones en el mercado cambiario de Colombia e intervención del Banco de la República de Colombia  
Millones de dólares



Fuente: Banco de la República de Colombia.

Un elemento diferenciador en la dinámica de los mercados cambiarios de estos países es el desarrollo del mercado de coberturas cambiarias. A pesar de que en Costa Rica existen reglamentos que habilitan la oferta de estos instrumentos, su negociación es escasa pese a la mayor flexibilidad y cambios de tendencia en el tipo de cambio desde que opera el régimen de

metas de inflación. En México, Chile y Colombia existe un mercado más dinámico de forwards, futuros, swaps y opciones. A modo de referencia, en Chile el monto negociado en derivados de tipo de cambio por parte de los bancos acumulado a junio del 2024 fue de US\$750 280 millones (incluye residentes y no residentes), lo que equivale a 1,4 veces el monto negociado en el mercado interbancario de contado. En México por su parte, las negociaciones de derivados cambiarios en el primer semestre del 2024 fueron por un valor de US\$1,7 billones, equivalente a 1,1 veces las negociaciones de contado.

Otro aspecto importante que influye en la dinámica del mercado cambiario y en la transmisión de la política monetaria es la dolarización del sistema financiero. Cuando en un país existe la posibilidad de abrir cuentas o solicitar créditos en monedas distintas a la local, se facilita el traslado de recursos entre monedas, lo que puede magnificar los choques cambiarios, pero, por otro lado, se incrementan los riesgos por exposición cambiaria. En los cuatro países latinoamericanos es permitida la apertura de cuentas en moneda extranjera, pero, tanto en Colombia como en México están restringidas para personas físicas o jurídicas residentes en el exterior o con operaciones internacionales. A modo de referencia, a junio del 2024 las cuentas bancarias denominadas en moneda extranjera en México representaron aproximadamente un 12,9% del total de depósitos, en Chile, la participación a ese mismo mes fue de 17% mientras que en Costa Rica asciende al 35% del total.

La adopción de medidas prudenciales y la internalización de riesgos después de que se flexibilizó el tipo de cambio han permitido una reducción de la dolarización del sistema financiero costarricense, sin embargo, tanto los depósitos como los créditos reaccionan con cierta rapidez a los cambios de tendencia del tipo de cambio. Precisamente la apreciación reciente del colón se ha reflejado en un incremento en la demanda de crédito en moneda extranjera.

## **Política monetaria y cambiaria en Costa Rica**

La política monetaria y cambiaria de Costa Rica se transformó con la adopción del régimen monetario flexible de metas de inflación en enero del 2018. Este cambio comenzó en 2005 con la estrategia "Esquema de meta explícita de inflación para Costa Rica" cuya transición se dio en un periodo de relativa estabilidad económica, lo cual constituye una diferencia en relación con otros países de América Latina que hicieron la transición en medio crisis políticas y económicas.

El marco legal que sustenta el esquema de metas de inflación está definido principalmente en la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7558 de 1953. En ella se detallan los objetivos del Banco Central, sus funciones, y se establecen las directrices para el nombramiento, responsabilidades y funcionamiento de la Junta Directiva. Asimismo, garantiza la independencia del Banco Central en la formulación y ejecución de la política monetaria y cambiaria del país. En estos aspectos el marco legal costarricense adopta adecuadamente muchas de las recomendaciones y mejores prácticas en materia de metas de inflación.

## **Formulación de la política monetaria en Costa Rica**

El objetivo principal del Banco Central, según la Ley Orgánica, es mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional. La "estabilidad interna" se define como mantener una inflación baja y estable, cercana a la de los socios comerciales de Costa Rica, mientras que la "estabilidad externa" implica asegurar una posición sostenible en la balanza de pagos mediante reservas adecuadas que respalden la actividad económica del país.

La ley también asigna al Banco Central una serie de objetivos subsidiarios que incluyen promover el desarrollo económico ordenado para alcanzar el pleno empleo, asegurar el uso adecuado de las reservas internacionales, mejorar la eficiencia de los sistemas de pago internos y externos, y fomentar un sistema financiero estable, eficiente y competitivo y sigue las buenas prácticas en la definición de las jerarquías de los objetivos.

En este sentido, el BCCR comunica la formulación de la estrategia de política monetaria mediante los planes estratégicos y los informes de política monetaria (desde el 2020). En estos últimos se ofrece un análisis trimestral de las condiciones económicas, proyecciones y el balance de riesgos que condicionan la política monetaria y la mención a las acciones que ejecutará a lo largo del año. Este informe fue un paso muy acertado que acercó al país a las buenas prácticas en la formulación y seguimiento de la política monetaria<sup>17</sup>.

Los planes estratégicos, por su parte, son revisados cada cuatro años y en ellos reafirman el mandato y la misión del BCCR. Esto concuerda con la práctica de otros países de revisar y publicar periódicamente su estrategia de política monetaria. Para cada uno de los objetivos asignados por ley el BCCR comunica las acciones que tomará para asegurar su cumplimiento y sobre esta base, rendir cuentas posteriormente. Por ejemplo, en el Plan Estratégico del 2020-2023, en relación con inflación baja y estable, el BCCR planteó acciones para reforzar políticas y la comunicación de la meta de inflación, fortalecer el entendimiento de las decisiones de política y mejorar el anclaje de las expectativas, mejoras al funcionamiento de los mercados de liquidez, coordinación con autoridades de supervisión para reducir la dolarización del sistema financiero, propiciar condiciones para el desarrollo de instrumentos de cobertura cambiaria, fortalecer la modelación macroeconómica, mejorar la formulación e implementación de la política monetaria y mantener una posición adecuada de reservas internacionales<sup>18</sup>.

En lo relativo a estabilidad y eficiencia del sistema financiero planteó acciones asociadas con: fortalecer el monitoreo y análisis de riesgos financieros sistémicos, promover políticas para reducir la dolarización financiera, impulsar reformas para fortalecer la regulación y supervisión financiera y el desarrollo del mercado de valores, fortalecer la gobernanza de la política

---

<sup>17</sup> Antes del 2020, el BCCR publicaba el Informe de Inflación y el Programa Macroeconómico. Sin embargo, los informes de inflación presentaron inconsistencias en su periodicidad que fueron resueltas con el Informe de Política Monetaria.

<sup>18</sup> El nombre de las acciones aquí referidas fue condensado para facilitar su lectura y comprensión del propósito general. Los nombres completos y el detalle de las acciones pueden consultarse en el Plan Estratégico del Banco Central de Costa Rica en el siguiente vínculo: [https://www.bccr.fi.cr/transparencia-institucional/Planeamiento/Plan\\_Estrategico\\_2020\\_2023.pdf](https://www.bccr.fi.cr/transparencia-institucional/Planeamiento/Plan_Estrategico_2020_2023.pdf)

financiera, contribuir a la educación financiera, profundización del sistema de pagos, promover la reducción de cargas parafiscales y de asimetrías en materia de encaje mínimo legal.

En la formulación actual de la estrategia de política monetaria el Banco Central define correctamente una meta de inflación puntual de mediano plazo con un margen de tolerancia y ha sido consistente en el apego a la meta. Este nivel de inflación se mide a través del Índice de Precios al Consumidor que recolecta y construye de manera independiente el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

En sus inicios, la meta de inflación fue de 8% en enero del 2008 con un rango de tolerancia de +/- 1 punto porcentual y ha sido modificada en varias ocasiones para reflejar los niveles decrecientes de inflación. En julio del 2009 fue de 5%, en enero del 2014 fue de 4% y en enero del 2016 en 3%. En la programación de la política monetaria del 2024 se definió en 3% con un margen de +/- 1 punto porcentual en un horizonte de mediano plazo. Por ser Costa Rica una economía pequeña y abierta, la inflación de los principales socios comerciales es una referencia relevante en la definición y seguimiento de la meta de inflación y punto de comparación en cuanto a competitividad.

En la formulación de la política monetaria el BCCR tiene una visión prospectiva al considerar tanto la evolución actual de la inflación como la trayectoria esperada y los factores que la determinan, acorde con las buenas prácticas. En este sentido, toma en cuenta la información disponible sobre los canales de transmisión, las expectativas de inflación y los rezagos con los que actúa la política monetaria en las variables reales y financieras.

Estas proyecciones se incorporan en el Modelo de Proyección Macroeconómica través de la evolución de la brecha del producto, los términos de intercambio, el crecimiento económico de Estados Unidos (principal socio comercial) y condiciones financieras del país. El modelo plantea que cuando existen presiones de demanda que muestran características de ser persistentes, deben hacerse cambios en la política monetaria para evitar que la inflación se desvíe de la meta de mediano plazo. La variación de la tasa de política monetaria tendría efecto directo en el tipo de cambio y tasas de interés del sistema financiero y esto a su vez modifica las expectativas de inflación y la actividad económica (brecha de producto) (Muñoz y Rodríguez, 2022).

Aunque el rezago en la transmisión de la política monetaria es natural y otros países la tienen en diferente medida, en Costa Rica ella está muy condicionada por las características del sistema financiero<sup>19</sup>. El BCCR ha encontrado que esta transmisión no es simétrica por cuatro razones: 1) los cambios en la tasa de política monetaria (TPM) se transmiten con más intensidad en las tasas de ahorro que en las tasas de préstamos, 2) los aumentos en la TPM se transmiten más rápidamente que las reducciones, 3) en los bancos privados las tasas de ahorro reflejan más rápidamente los cambios y 4) en los bancos públicos las tasas de préstamo transmiten más rápidamente los cambios en la TPM (BCCR, 2020 y García, 2023).

La investigación en torno a la transmisión de la política monetaria señala que la dolarización financiera de la economía y la estructura oligopólica del sistema financiero costarricense, en el

---

<sup>19</sup> El BCCR ha estimado que el efecto de los cambios en la tasa de política monetaria se transmite al sistema financiero de manera completa entre siete y dieciséis meses después y que, además, el efecto no es completo.

que algunos participantes tienen mayor poder de mercado, obstaculizan la mejora en el mecanismo de transmisión de la política monetaria (BCCR, 2017). Al respecto, estudios sobre competencia, eficiencia, poder de mercado y estructura del sistema financiero costarricense han concluido que, aunque el nivel de competencia ha aumentado en los últimos 20 años, el sistema financiero costarricense tiene un bajo nivel de competencia en comparación con sistemas más desarrollados. Identifican una mayor concentración en la captación de depósitos en relación con los créditos y diferencias importantes por moneda, así como en la eficiencia de los bancos públicos relativa a los bancos privados (Cantillo et al. 2022, Salas et al. 2015, Villamichel, P. 2015, Durán et al. 2009)<sup>20</sup>.

Por otro lado, el Banco Mundial en sus revisiones de *Financial Sector Assessment Program* (FSAP, 2022) ha indicado que el sistema financiero costarricense tiene distorsiones y deficiencias que limitan el grado de competencia, lo que a su vez complica la transmisión de la política monetaria. Entre ellas: los beneficios de regulación y en el modelo de financiamiento y captación del Banco Popular, la garantía ilimitada implícita para los depósitos en los bancos estatales, la contribución de los bancos privados al Sistema de Banca para el Desarrollo, el poco desarrollo del mercado de capitales y la dominancia del Gobierno en la emisión de títulos de deuda. Por ejemplo, las distorsiones en la competencia por fondos prestables encarecen el financiamiento para los bancos más pequeños y los obliga a manejar con mayor cautela los ajustes en las tasas de interés de crédito para no afectar la rentabilidad.

Otro aspecto que afecta la transmisión de la política monetaria es el cálculo de la tasa básica pasiva (TBP), la cual sirve de referencia en la fijación de tasas de interés para créditos con tasa variable en colones. La metodología cambió en mayo del 2022 para incorporar la participación de los depósitos a la vista, cuyas tasas son menos variables en comparación con los depósitos a plazo<sup>21</sup>. Entre junio del 2023 y junio del 2024 la TBP bajó 178 puntos básicos, mientras que la tasa pasiva negociada en el plazo de 360 días bajó 259 puntos básicos. Esto explica en parte por qué las tasas de los créditos han bajado menos en el último año.

Otro de los elementos tomados en cuenta en la formulación y ejecución de la política monetaria son las expectativas de inflación que el BCCR recopila a través de encuestas y a través de las negociaciones en los mercados de deuda<sup>22</sup>. Las encuestas ofrecen expectativas en plazos de 12 y 24 meses, mientras que las expectativas de mercado se obtienen a 12, 24, 36 y 60 meses. Las expectativas a partir de encuestas se anclaron a la meta de inflación desde el 2015 y permanecieron así hasta el inicio del período de alta inflación del 2022, cuando se desviaron

---

<sup>20</sup> Algunos de los indicadores utilizados en estos estudios para apoyar sus conclusiones son: Índice de Lerner, Herfindahl Hirschman, concentración de mercado en depósitos y créditos, Curva de Lorenz, Coeficiente de Gini, Indicador de Boone, modelo de Shaffer, modelo Panzar-Rosse.

<sup>21</sup> De acuerdo con los considerandos del acuerdo de Junta Directiva del BCCR 6059-2022, una de las motivaciones del cambio metodológico fue la reducción de la variabilidad del indicador. Entre los cambios que se incluyeron estaban: 1) incluir en el cálculo los depósitos a la vista, los cuales representan alrededor del 40% del total de la captación en colones, 2) se incluyó en el cálculo la ponderación por plazo y monto de los nuevos depósitos a plazo, 3) la TBP se calcula como un promedio móvil de cuatro semanas.

<sup>22</sup> El cálculo de las expectativas de inflación y de tipo de cambio se realiza tomando como referencia las negociaciones de títulos de deuda interna del BCCR y del Ministerio de Hacienda en el mercado local. Específicamente las emisiones de renta fija con vencimientos entre seis meses y cinco años y bonos cero cupones con vencimientos menores a cinco años. Para más información sobre la metodología, puede consultar la nota metodológica en: [https://gee.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Documentos/DocumentosMetodologiasNotasTecnicas/Nota\\_metodologica\\_expectativas\\_de\\_mercado.pdf](https://gee.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Documentos/DocumentosMetodologiasNotasTecnicas/Nota_metodologica_expectativas_de_mercado.pdf)

significativamente de la meta. La historia indica que la expectativa tomada del mercado de deuda es más estable en comparación con la que se extrae de las encuestas. Esto es un reto importante para el BCCR porque las expectativas inciden en la definición de precios y cuando éstas se desvían fácilmente de la meta aumentan la persistencia inflacionaria y dificulta la transmisión de la política monetaria.

## **Ejecución de política monetaria en Costa Rica**

En lo que se refiere a la ejecución de la política monetaria, los aspectos operativos y lineamientos generales se encuentran definidos principalmente en las Regulaciones de Política Monetaria, Reglamento de Gestión de Operaciones de Mercado, Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado y Reglamento para las Operaciones de Crédito de Última Instancia en Moneda Nacional.

La Ley Orgánica y las Regulaciones de Política Monetaria facultan al BCCR a realizar operaciones de mercado abierto, mediante captaciones o emisiones de títulos propios, o mediante el mercado secundario de valores con títulos propios o emitidos por entidades financieras sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras y operaciones en el mercado de liquidez. Así, el BCCR dispone de operaciones en el mercado de liquidez, en el mercado de deuda, en el mercado secundario de bonos del Ministerio de Hacienda y operaciones electrónicas directas.

El principal instrumento de política monetaria es la Tasa de Política Monetaria, que es la referencia al costo de las operaciones a un día plazo en el mercado interbancario de liquidez, el mercado en el que las entidades financieras administran sus excedentes o faltantes de liquidez. En la gestión de la liquidez en colones en este mercado, el Banco Central utiliza dos instrumentos: 1) subastas diarias de Operaciones Diferidas de Liquidez tanto para inyección como para contracción de liquidez en colones a un día plazo y 2) facilidades permanentes de crédito (FPC) y depósito (FPD) a un día plazo.

Las operaciones diferidas de liquidez están en vigencia desde el 2011<sup>23</sup> y su propósito es mantener las tasas de interés del mercado de muy corto plazo en niveles congruentes con la tasa de política monetaria<sup>24</sup>. La intervención del BCCR mediante estas operaciones se fundamenta en las proyecciones de flujos diarios de liquidez en la economía (Ejercicio Diario de Seguimiento de Liquidez) y se coordina a través del Comité de Operaciones de Mercado.

Mediante el uso de las facilidades permanentes de crédito y depósito el BCCR define los límites máximos y mínimos de las tasas de interés para las operaciones en el mercado de liquidez en colones. Los intermediarios que tienen excesos de liquidez pueden prestar a otras instituciones estos excedentes o bien colocarlos en las subastas de contracción que realiza el BCCR.

---

<sup>23</sup> Aprobadas por la Junta Directiva del BCCR en junio del 2011 y reguladas en las Políticas Generales para la Administración de Pasivos.

<sup>24</sup> En Costa Rica existen dos mercados de liquidez de corto plazo. El Mercado Interbancario de Liquidez (MIL) es el mercado operado por el Banco Central y el Mercado de Dinero (MEDI) operado por la Bolsa Nacional de Valores. Aunque el BCCR tiene incidencia directa únicamente en el MIL, algunos intermediarios participan en ambos mercados y esto facilita la convergencia de las tasas.

Alternativamente pueden colocarlos en la facilidad permanente de depósito, pero a una tasa menor a la que podrían obtener negociando la liquidez con otros intermediarios.

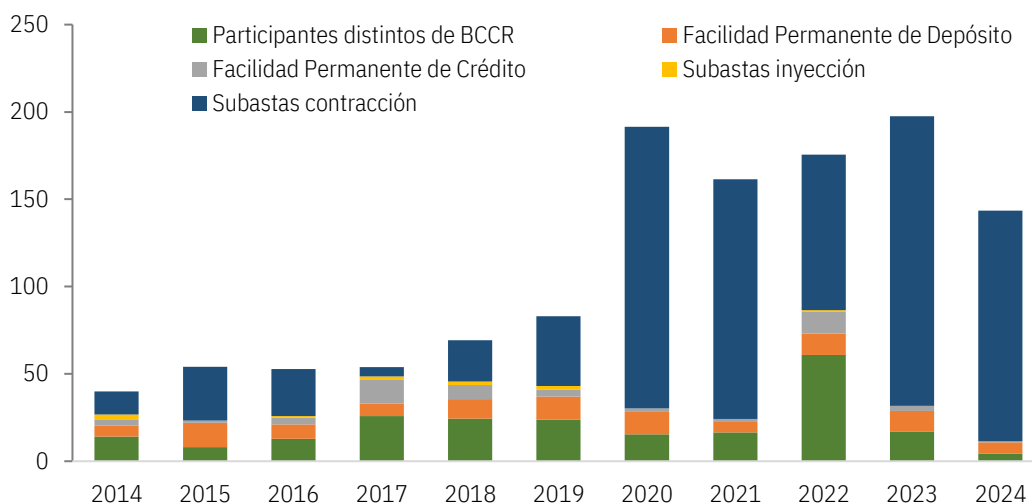
La economía de Costa Rica ha tenido excedentes de liquidez desde el año 2020 por lo que la gestión de la liquidez por parte del BCCR en este mercado se ha centrado en un uso cada vez más intensivo de las subastas de contracción de liquidez. Estas negociaciones representaron el 84% del total negociado en el MIL durante el 2023 y un 92% de lo negociado en el 2024 (hasta el 15 de julio del 2024). En sus inicios el corredor de tasas era simétrico (misma distancia entre la TPM y las facilidades). Esto le permitió al BCCR reducir significativamente la volatilidad de las tasas negociadas en el MIL y estabilizar la transmisión de la política monetaria (aun considerando la asimetría en la transmisión).

En el 2019, tras la adopción de medidas para inyectar liquidez y favorecer el crecimiento económico, hubo excedentes de liquidez reflejados en los depósitos de las entidades financieras en el BCCR. En parte, estos excedentes también fueron generados por la reducción del Encaje Mínimo Legal en colones del 15% al 12%. En este contexto, y con el fin de mejorar la efectividad de la política monetaria, la Junta Directiva decidió establecer un corredor de tasas de interés asimétrico en el mercado de liquidez con una tasa de interés para la FPD de 150 p.b. por debajo de la TPM y la de la FPC 50 p.b. por encima de la TPM.

Gráfico 10

### Distribución de las negociaciones en el Mercado Integrado de Liquidez

(millones de colones)



Nota: Cifra acumulada del 2024 es con datos disponibles al 12 de julio del 2024.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Este corredor de tasas de interés asimétrico en el mercado de liquidez es similar al mecanismo que actualmente aplica Canadá en sus facilidades de liquidez, en el que la tasa de los depósitos es igual a la tasa de política. Esta asimetría en principio incrementa el costo de oportunidad de mantener recursos depositados en la FPD para los intermediarios financieros y acelera la

transmisión. En Costa Rica, sin embargo, el uso excesivo de subastas de contracción hace que la FPD sea poco utilizada y por tanto pierde efecto el propósito de la asimetría<sup>25</sup>.

En lo que se refiere a las emisiones de deuda propios, el BCCR puede emitir bonos de estabilización monetaria (BEM) estandarizados cero cupones, tasa fija, flotante o indexados a inflación mediante subastas o cualquier otro mecanismo y retirarlos mediante subastas inversas, canjes o compras directas en el mercado secundario<sup>26</sup>. Además, puede realizar operaciones electrónicas directas a través de los depósitos en Central Directo<sup>27</sup>. Los excedentes de liquidez en los últimos años, causados en parte por la intervención del BCCR en el mercado cambiario, le han llevado a monetizar parte de los excedentes mediante un incremento en la emisión de BEM de ₡803 665 millones con respecto a diciembre del 2023. Las emisiones fueron principalmente en BEM de renta fija, cuyo saldo a junio del 2024 aumentó en un 42% en ese mismo lapso (este instrumento representa el 94% de sus pasivos en deuda bonificada). El retiro de estos excedentes ha significado para el BCCR un aumento en el pago de intereses por emisiones de deuda, que ascendió a ₡136 750 millones acumulados a junio del 2024, ₡62 262 millones más que lo que pagó a junio del 2023.

Comparativamente, en otros países la intervención de los bancos centrales en los mercados es más simple que en Costa Rica. En Reino Unido, Canadá y Estados Unidos, los bancos centrales no emiten deuda, sino que la gestión de la política monetaria se hace a través de recompras y recompras inversas de otras emisiones públicas del gobierno o agencias de gobierno y en situaciones especiales, de emisiones privadas con ciertas características de seguridad. Esto facilita la transparencia, el seguimiento y rendición de cuentas sobre la ejecución de la política.

Las recompras están respaldadas por títulos específicos (GILTS en Reino Unido o Tesoros en Estados Unidos), en cambio, en Costa Rica las operaciones de liquidez en el MIL están respaldadas por un grupo de garantías y no por garantías individuales. Sin embargo, este modelo es más apropiado para el país dado que su mercado de valores es poco desarrollado.

Por otro lado, la Ley Orgánica y las Regulaciones de Política Monetaria facultan al BCCR al uso del encaje mínimo legal como instrumento para el manejo de la liquidez, mediante la restricción de la expansión secundaria del dinero. Este encaje es una reserva que deben hacer las entidades financieras en el Banco Central proporcional al monto total de los depósitos y captaciones en

---

<sup>25</sup> El BCCR también puede realizar operaciones a más de un día y hasta seis meses tanto en colones como en dólares por subastas, depósitos o cualquier otro mecanismo. El Reglamento de Gestión de Operaciones de Mercado define los límites a las tasas de interés y montos de intervención para operaciones a más de un día, en mercados no organizados por el BCCR y en moneda extranjera.

<sup>26</sup> Sujeto a un máximo de ₡150 mil millones anuales. Las operaciones en el mercado secundario de bonos del Ministerio de Hacienda están previstas únicamente cuando existen tensiones de liquidez en estos mercados y está restringida a títulos de renta fija o cero cupones con un plazo máximo de vencimiento de 10 años.

<sup>27</sup> Las operaciones directas el BCCR las ha realizado a través de los depósitos en Central Directo. Esta es una plataforma electrónica en la que los agentes económicos (físicos o jurídicos) pueden colocar sus ahorros directamente en cuentas individuales en el BCCR a plazo, con un máximo de 1800 días. El instrumento fue desactivado desde el año 2019 y actualmente solo está activo para depósitos de un día y entre 7 y 84 días de plazo y como plataforma para facilitar las colocaciones del Ministerio de Hacienda.

moneda nacional y extranjera con un límite máximo de 15%<sup>28</sup>. En el caso de las cooperativas de ahorro y crédito y las asociaciones solidaristas, se utiliza la reserva de liquidez.

En los últimos 19 años la tasa del Encaje ha estado la mayor parte del tiempo cercano a su límite máximo. Los cambios más recientes se dieron en el 2019 cuando el BCCR acordó reducir la tasa de requerimiento de encaje al 12% de las obligaciones en moneda nacional para complementar las medidas de contención de los efectos de la desaceleración económica y el Covid-19. La medida buscó generar mayor disponibilidad de recursos prestables en colones y reducir el costo de captación en moneda nacional para las entidades financieras. Todo ello con el propósito de crear condiciones crediticias que apoyaran la inversión y el consumo. Luego, en el 2022 tras el aumento en la inflación el BCCR acordó un aumento en el EML del 12% al 15% para los depósitos en moneda nacional y mantuvo en 15% el encaje para los de moneda extranjera.

Como se ha constatado en apartados anteriores, la mayoría de los países utilizan la tasa de encaje como política temporal y no permanente. Por esta razón, se cuestiona si en Costa Rica el instrumento podría haber perdido relevancia para contraer liquidez y desincentivar la demanda interna en tiempos de mayor inflación. Una mayor flexibilidad de este instrumento podría abrir espacios para una gestión más activa de la política monetaria en el futuro. En el contexto actual un menor encaje podría acompañar las reducciones en la tasa de política, pero debe considerarse que existen excedentes de liquidez que podrían agravarse si estos recursos no se canalizan a actividades productivas, en forma similar a lo ocurrido en el 2019.

A modo de conclusión, el contexto en el que se ejecuta la política monetaria en Costa Rica tiene diferencias con respecto a las otras economías de América Latina que le dan al BCCR un mayor margen para continuar retirando la política contractiva. La deflación se ha moderado y muy pocos subgrupos de la canasta del IPC tienen incrementos sustanciales, las expectativas de inflación se encuentran dentro del rango de tolerancia de la meta, el colón sigue apreciado en términos comparativos con el 2022, la actividad económica sigue creciendo a buen ritmo pese a las diferencias que existen entre el régimen especial y el definitivo, el nivel de reservas ha aumentado y las tasas de interés del sistema financiero han empezado a ajustarse a la baja.

Además, los riesgos que el BCCR ha planteado para la inflación no están mostrando desviaciones importantes por el momento. En este escenario, el BCCR debe continuar retirando la política monetaria contractiva y acompañarla con una estrategia más intensiva de comunicación que fortalezca la confianza de los agentes económicos sobre la congruencia de las acciones de política monetaria con respecto a la meta de inflación.

---

<sup>28</sup> Las disposiciones regulatorias sobre encaje mínimo legal y la reserva de liquidez se encuentran en los artículos 62 al 68, 80, 116 y 117 de la Ley 7558 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, y en el Título III de las Regulaciones de Política Monetaria. El EML es aplicable a bancos, empresas financieras no bancarias y mutuales. El encaje tiene un límite máximo del 15% y en su aplicación solamente se puede hacer diferencia por moneda y los aumentos que acuerde la Junta Directiva del BCCR deberán realizarse de manera gradual y progresiva.

## **Interacción de la política monetaria y cambiaria en Costa Rica**

Desde los años ochenta, debido tanto a factores estructurales como coyunturales, la economía de Costa Rica ha estado parcialmente dolarizada, situación que plantea un reto para la gestión de la política monetaria por su interacción con el tipo de cambio y el mercado cambiario. Entre los aspectos estructurales se puede citar: la creciente apertura comercial y dependencia del comercio exterior, aumento en la participación relativa de los servicios a agentes externos (incluido el turismo), la condición del país como importador neto de materias primas y la facultad legal que tienen los agentes económicos de utilizar otras monedas en sus contratos privados (así establecido en el Código de Comercio).

Al ser Costa Rica importador neto de materias primas, los precios internacionales y las variaciones cambiarias tienen incidencia directa en el componente importado del índice de precios, sobre el cual el BCCR tiene poca influencia y cuyo peso ha ido en aumento. Esto ocurre en artículos tales como: granos y cereales, vinos, prendas de vestir, otros textiles, calzado, combustibles, productos de limpieza, medicamentos, equipo tecnológico, insumos para el mantenimiento de vehículos y muebles (García, 2023). Además, es frecuente la fijación y expresión de precios al consumidor en dólares sobre todo en regiones turísticas.

También los bienes y servicios regulados reciben directamente el efecto del tipo de cambio porque en las fórmulas de fijación de precios y tarifas se incluye explícitamente las variaciones cambiarias. Tal es el caso de: peajes, gasolina, diésel, revisión técnica de vehículos. En otros casos de regulados, el efecto es indirecto a través de algunos de los insumos de producción, que suben y bajan de precio por las variaciones de tipo de cambio. Entre ellos: electricidad y telefonía (vinculado a la importación de insumos tecnológicos), transporte en autobús y taxi.

En los últimos años el tipo de cambio y los precios internacionales de materias primas marcaron las tendencias de la inflación en Costa Rica (al igual que en el resto de la región), primero al alza desde finales del 2021 y posteriormente, en el 2023, facilitaron la reducción significativa que han tenido los precios y cuya extensión hacia el 2024 ha tenido como consecuencia una inflación muy por debajo de la meta (García, 2023)<sup>29</sup>.

Por otro lado, el amplio período en el que estuvo vigente un régimen de tipo de cambio de minidevaluaciones después de la crisis de la década de los ochenta y hasta el 2006, generó una idea permanente de debilitamiento de la moneda local e incentivó el ahorro en dólares en ese lapso. Cabe recordar que en Costa Rica no existen restricciones para la apertura de cuentas en monedas distintas al colón, por lo que existe una dolarización parcial de los depósitos y créditos en el sistema financiero aun en agentes económicos cuyo ingreso no es en moneda extranjera. Esto debilita el efecto de la política monetaria en los agregados monetarios.

En este sentido, el modelo de proyección trimestral del BCCR incorpora estas características de la economía costarricense y considera que las variaciones cambiarias influyen en la inflación de

---

<sup>29</sup> Algunos ejemplos de estos efectos son: en el 2021 y 2022 los precios de los productos y servicios para el transporte aumentaron 26% y 9% respectivamente para luego reducirse en el 2023 un 22%. En el 2022 los precios de los alimentos y servicios de transporte de pasajeros aumentaron 19,1% y 21% respectivamente. La compra de vehículos y los servicios de electricidad y gas disminuyeron en el 2023 en 19% y 4,4% en ese orden.

manera directa por cambios en los precios y por expectativas de inflación (BCCR, Informe de Política Monetaria, abril del 2020). El efecto directo se da por la variación de los precios expresados en dólares y la transmisión de los precios importados.

Entre octubre del 2006 y enero del 2015, en Costa Rica operó un régimen de banda cambiaria que fue sustituido en el 2015 por uno de flotación administrada. Esta flexibilidad ha permitido que los agentes económicos interioricen los riesgos cambiarios y paulatinamente se ha ido reduciendo la dolarización de la economía (además acompañado con cambios prudenciales) y la política monetaria ha ganado influencia en la inflación.

En Costa Rica las regulaciones sobre el mercado cambiario están contenidas principalmente en las siguientes normas: Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado (ROCC), Reglamento sobre Derivados en Moneda Extranjera, Norma Complementaria de del Mercado de Monedas Extranjeras, Estándar Electrónico del Mercado de Monedas Extranjeras, Reglamento sobre Operaciones con Derivados Cambiarios (SUGEF 9-20) y Ley Orgánica del BCCR.

El ROCC define las operaciones cambiarias de contado como aquellas en las que se da un intercambio de moneda y que se hace efectivo en un plazo no mayor a dos días hábiles. También las transacciones en las que se adquiere un activo financiero para su venta posterior, liquidado en una moneda diferente de la original y con liquidación en un plazo no mayor a dos días hábiles.

El ROCC tiene algunas consideraciones operativas que es válido mencionar porque inciden en la dinámica del mercado, entre otras cosas el Reglamento estipula:

- Disposiciones relativas a la posición neta en moneda extranjera de las entidades financieras.
- La facultad de las entidades participantes para fijar libremente el margen de intermediación cambiaria.
- La fiscalización de los participantes está a cargo de la Superintendencia General de Entidades Financieras (para intermediarios financieros y casas de cambio) y de la Superintendencia General de Valores (puestos de bolsa).
- La facultad del BCCR para participar en el mercado para satisfacer necesidades propias o intervención.
- La obligación del Sector Público No Bancario de programar con el BCCR sus compras y ventas de divisas<sup>30</sup>.

Las negociaciones de las operaciones de contado se dan en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX), el cual es operado por el BCCR y en el que también participan las entidades financieras supervisadas, los puestos de Bolsa y casas de cambio autorizadas por la Junta Directiva del

---

<sup>30</sup> De acuerdo con el artículo 89 de la LOBCCR, las transacciones del SPNB superiores a \$100.000 o montos mensuales superiores a \$10.000.000 deben hacerse con el BCCR. Se hacen al tipo de cambio de compra o venta que fije el BCCR. Los bancos comerciales del estado pueden hacer operaciones con el SPNB respetando esos montos límite. Estas reglas no aplican para los entes públicos no estatales.

BCCR. Además, existe la facilidad llamada MONEX-Central Directo que permite a las personas físicas y jurídicas, no financieras, participar directamente en el mercado cambiario.

Este mecanismo originalmente tenía el propósito de incorporar nuevos actores y promover una mayor competencia en el mercado, pero, con el tiempo, la medida no se ha traducido en una reducción de los márgenes cambiarios y puede estar introduciendo distorsiones por la interacción de oferentes y demandantes con menor conocimiento del mercado y por montos que no son congruentes con un mercado mayorista.

En lo que se refiere a la posición neta en moneda extranjera, las disposiciones establecen los límites en la posición en términos del capital base de las entidades financieras y de una posición anunciada como deseada, así como las variaciones diarias máximas en la posición, esto con el propósito de evitar que cambios abruptos en el balance de las entidades financieras afecte la operativa del mercado<sup>31</sup>. A nivel prudencial existe otra disposición en relación con la posición en moneda extranjera para efectos de la determinación del capital por la posición expuesta a riesgo cambiario y para la gestión de riesgos. Aunque concuerdan en algunos conceptos tienen algunas diferencias que dificultan la gestión operativa de la posición cambiaria de los intermediarios financieros<sup>32</sup>.

Aunque en el país existe normativa por parte del Banco Central y la superintendencia de bancos que autoriza las operaciones con derivados cambiarios y establece las disposiciones prudenciales para su uso y negociación el mercado de derivados es escaso. Principalmente son dos los factores que no han permitido su adecuado desarrollo: 1) la relativa estabilidad cambiaria y 2) mercados financieros poco desarrollados.

En el primer caso, pese a que el país ha tenido algunos eventos de alta volatilidad cambiaria, la relativa estabilidad cambiaria ha hecho que haya poca percepción de riesgo. En parte, la larga historia del régimen de minidevaluaciones y de banda cambiaria influyeron en esta percepción que persiste hasta la actualidad. Además, en el esquema actual de tipo de cambio flexible, las intervenciones del BCCR pudieron afectar en su momento las expectativas cambiarias y limitar la internalización de riesgos. Los mercados financieros en el país tienen poco desarrollo, no hay suficientes instrumentos para construir adecuadamente curvas de rendimiento, tampoco hay estandarización de productos, los volúmenes de negociación son bajos, el sistema de intermediación financiero tiene poca competencia y los márgenes cambiarios son amplios.

---

<sup>31</sup> La posición neta en moneda extranjera debe ser al final de cada día hábil, +/- 100% de capital base expresado en dólares. Para las casas de cambio aplica el capital base o la garantía dada al BCCR, lo que sea mayor. El promedio mensual de la posición como proporción del capital base debe ser igual al valor definido por la entidad como deseado y no objetado por la Gerencia del Banco Central. La tolerancia para el cumplimiento de este indicador es de un punto porcentual hacia arriba y 3 puntos porcentuales hacia abajo de la razón no objetada por la Gerencia del Banco Central. Además, la posición en moneda extranjera podrá variar diariamente por concepto de operaciones cambiarias hasta +3% o hasta -3% del valor del capital base expresado en dólares.

<sup>32</sup> Estas disposiciones se encuentran en las normas SUGEF 2-10, SUGEF 3-06, SUGEF 9-20 y el Reglamento de Operaciones Cambiarias de Contado del BCCR. En la determinación de la posición expuesta a riesgos cambiarios los conceptos de posición en moneda extranjera y capital base concuerdan en ambas normativas, pero a nivel prudencial se incluye un elemento adicional que es la relación entre activos en moneda extranjera con respecto a los activos totales. En gestión de riesgos, sin embargo, la disposición prudencial establece que los intermediarios financieros deben hacer una declaratoria de los límites cuantitativos de la posición en moneda extranjera estructural y de la posición en moneda extranjera para negociación.

En lo que se refiere a la intervención del banco central en el mercado cambiario, en el esquema actual de Costa Rica de metas de inflación y flexibilidad cambiaria, el mercado determina el valor del dólar, pero el BCCR tiene la potestad de intervenir en el mercado cambiario por tres razones<sup>33</sup>: 1) para satisfacer las necesidades del Sector Público no Bancario, 2) cuando identifique variaciones violentas en el tipo de cambio o 3) cuando el precio tenga una tendencia que no es acorde con las variables macroeconómicas que deben explicar estas variaciones. Esas compras y ventas de divisas podrán hacerse mediante la negociación directa o mediante los mecanismos o instrumentos que considere convenientes.

Para suplir las necesidades del SPNB el BCCR utiliza sus reservas en lugar de hacer compras en el mercado para evitar presiones cambiarias cuando este es deficitario y el tipo de cambio tiende al alza. Luego, cuando las condiciones del mercado lo permiten y existen excedentes de divisas, el BCCR compra divisas para restituir las reservas utilizadas anteriormente.

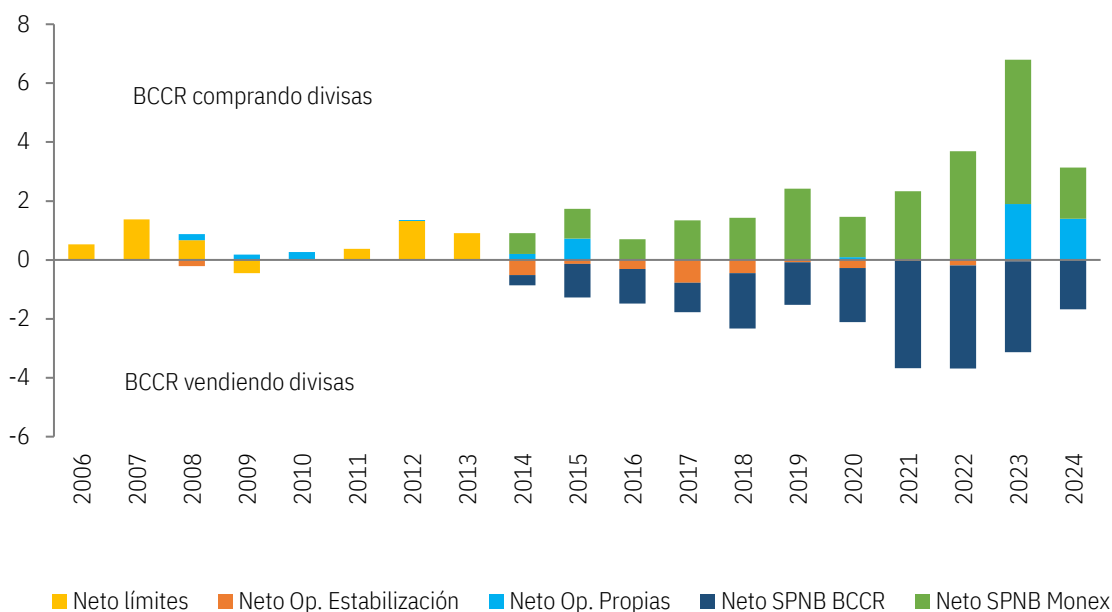
Las operaciones que realiza el BCCR con propósitos de estabilización se rigen por los procedimientos que establece la Comisión de Mercados (anteriormente la Comisión de Estabilidad Financiera) de acuerdo con la estrategia aprobada por la misma Junta Directiva<sup>34</sup>. Ninguno de ellos es público por lo que no existe una definición pública de “fluctuación violenta” que pueda ser seguida por el mercado (García, 2023).

De acuerdo con Cubero, R. (2019), la regla de intervención tiene parámetros por volatilidad intradía e Inter día. La primera se refiere a variaciones violentas dentro del mismo día de negociación con respecto a un parámetro de referencia. Inter día se refiere a desviaciones acumuladas por varios días o semanas en el tipo de cambio que pudieran estar desalineadas con lo que indican las variables económicas fundamentales y que se reflejarían en desviaciones del tipo de cambio real de equilibrio.

---

<sup>33</sup> La participación del BCCR en el mercado cambiario es de conformidad con los artículos 87 y 95 de su Ley Orgánica, la cual indica que éste podrá comprar y vender divisas en el mercado cambiario para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio y para llenar sus propias necesidades.

**Gráfico 11**  
Participación del Banco Central de Costa Rica en el mercado cambiario  
Millones de dólares



Nota: Cifras del 2024 acumuladas al 5 de julio del 2024.  
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

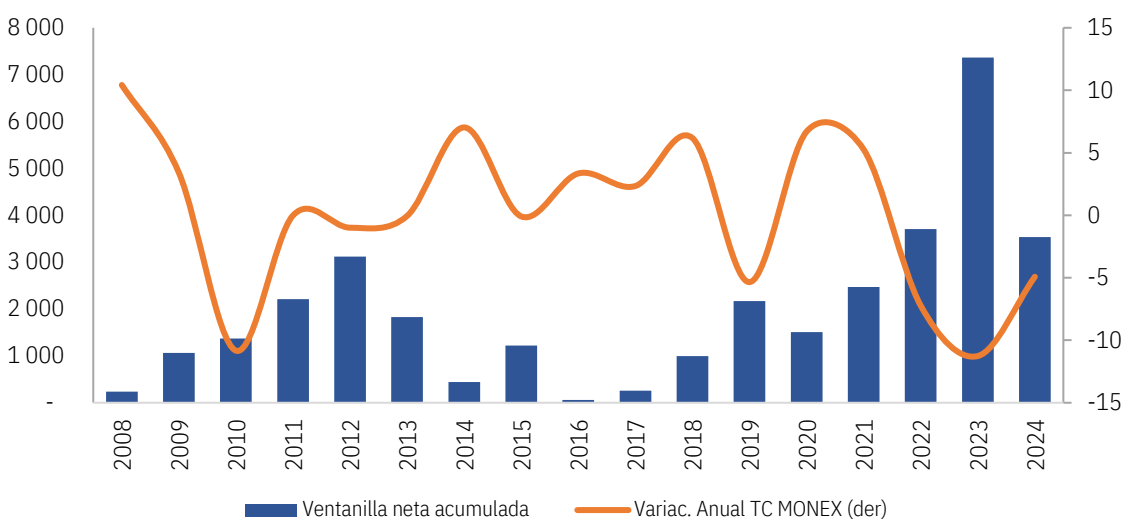
Cubero, R. (2019) también menciona que el BCCR tiene dos motivaciones para intervenir y contener depreciaciones del colón de gran magnitud: 1) estabilidad del sistema financiero y 2) el control de precios. En el primer caso, el alto grado de dolarización de la economía y en particular la existencia de deudores que ganan salarios en colones pero que tienen créditos en dólares, expone al sistema financiero a un aumento en la moratoria de los créditos cuando el tipo de cambio aumenta. En el pasado, el BCCR ha hecho intervenciones relevantes en el mercado cambiario de contado para defender la banda cambiaria cuando esta estuvo vigente, contener variaciones “violentas” en el tipo de cambio, retirar excedentes de divisas y para proveer divisas al sector público no bancario.

Las intervenciones del 2007, 2008 y 2012 fueron para defender el límite inferior de la banca cambiaria que había sido establecida desde el 2006. En el 2007, ante el aumento en las intervenciones el BCCR redujo en un 4% el límite inferior de la banda y se le dio una pendiente negativa con el propósito de reducir la intervención y evitar el costo de la monetización posterior. Sin embargo, se produjo un fuerte ingreso de capitales al país en parte atribuido a expectativas internas y condiciones externas a raíz del inicio de la crisis financiera, lo que llevó a una intervención más intensiva de parte del BCCR y a la acumulación de reservas internacionales hasta la primera mitad del 2008.

Gráfico 12

Monto negociado en las ventanillas y variación anual del tipo de cambio en MONEX

Millones de dólares y porcentaje



Nota: Cifras del 2024 acumuladas al 4 de julio del 2024.

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR.

Después de eso las necesidades del SPNB fueron resueltas con reservas acumuladas. Al vender parte de las reservas acumuladas en exceso, el BCCR no solo estabilizó temporalmente el tipo de cambio, sino también retiró una cantidad significativa de colones de la economía para control de la inflación. Durante el 2012 igualmente el tipo de cambio permaneció largo tiempo en el límite inferior de la banda cambiaria. En respuesta a esto, el BCCR anunció un Programa de Acumulación de Reservas<sup>35</sup> que se extendió hasta el 2013.

Las intervenciones por estabilización se dieron en los años 2014, 2017 y 2018. El episodio de intervención del 2014 fue motivado por un aumento acelerado en el tipo de cambio superior al 10% en promedio durante el primer semestre del año, caracterizado por un aumento en la volatilidad muy por encima del promedio en condiciones normales y variaciones mensuales no vistas en los 5 años anteriores.

En esa ocasión, el BCCR comunicó que intervendría en el mercado cambiario de contado para reducir variaciones que estuvieran dentro de los criterios para ser consideradas “violentas”, acompañando estas intervenciones con el uso de reservas internacionales y la suspensión de las compras o ventas para el SPNB según fuera la dirección del mercado. Dejó claro en sus comunicados que los parámetros, definiciones y reglas de intervención no serían dados a conocer al público al considerarse inconveniente dada la madurez y naturaleza del mercado cambiario costarricense y el poder de mercado de algunos participantes<sup>36</sup>.

<sup>35</sup> Aprobado por la Junta Directiva del BCCR en la sesión 5532-2012, celebrada el 25 de enero del 2012, por un máximo de EUA\$1.500 millones en el período febrero 2012-diciembre 2013.

<sup>36</sup> Comunicado de prensa “La intervención cambiaria del Banco Central por Fluctuaciones Violentas del Tipo de Cambio”, febrero del 2014. [Intervencion\\_cambiaria.pdf \(bccr.fi.cr\)](https://www.bccr.fi.cr/Intervencion_cambiaria.pdf)

Durante el 2017 y 2018 las intervenciones buscaron contener la depreciación del colón y fueron complementadas con la contratación de un crédito por US\$1000 millones con el Fondo Latinoamericano de Reservas para mejorar la capacidad de respuesta del BCCR. Las condiciones económicas locales e internacionales imperantes en ese momento justificaban la tendencia al alza del tipo de cambio en esos años. En particular, el mercado cambiario local exhibía una menor disponibilidad de divisas en las ventanillas bancarias, los diferenciales de tasas de interés implicaban un premio por ahorro en colones muy bajo, los precios de las materias primas en los mercados internacionales tendían al alza y había una expectativa creciente de que la Reserva Federal aumentara la tasa de interés de política monetaria en Estados Unidos.

Sin embargo, también había algunos indicios de incertidumbre y especulación a nivel local asociados con las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal del país, la dolarización de los ahorros en el sistema financiero como respuesta a la misma tendencia del tipo de cambio y criterios sobre la suficiencia de las reservas del país. Estos factores fueron justificación suficiente para la intervención y, de hecho, encajan adecuadamente en las recomendaciones para intervenir cuando sea necesario moderar variaciones cambiarias y corregir desalineamientos y para corregir comportamientos desordenados del mercado.

Entre el 2022 y 2024 el BCCR ha intervenido en el mercado cambiario con operaciones de contado para contener parcialmente la apreciación del colón y acumular reservas. Durante este período, pero particularmente en el 2023, el mercado cambiario en Costa Rica ha tenido un aumento en la oferta de divisas que se ha reflejado en las ventanillas de los bancos<sup>37</sup>. Estos excedentes se originaron en flujos de capitales por Inversión Extranjera Directa principalmente, el ingreso de divisas por turismo, el registro de desembolsos de préstamos de organismos internacionales, la colocación de emisiones de deuda externa del Gobierno y la menor demanda de divisas por la reducción en los precios internacionales de las materias primas.

En la intervención del BCCR en el mercado cambiario se identifican algunas desviaciones en relación con las buenas prácticas y recomendaciones descritas en el primer capítulo. Por un lado, es correcto que el BCCR aproveche el momento de excedentes de divisas para acumular reservas. Esto mejora su capacidad para enfrentar eventuales reversiones desordenadas en la tendencia del tipo de cambio. Pero, la acumulación de reservas no se ha anunciado como un programa de compra como en ocasiones anteriores, con montos y plazos definidos, lo que ha causado incertidumbre y cierta especulación con respecto a las motivaciones de la intervención. Enmarcar las intervenciones dentro de un programa de compra de reservas con estas características definidas podría mejorar su efectividad porque tiene un efecto de persuasión, según lo planteado por Canales-Krijjenko et al. (2003).

Por otro lado, la expansión monetaria que ha creado la intervención en el mercado cambiario supone una contradicción con respecto a la postura de política monetaria contractiva, que tenía el BCCR. Aunque las reducciones en la tasa de política empezaron en el primer trimestre del 2023, hasta marzo del 2024 su nivel fue más congruente con una política todavía contractiva, pero, al mismo tiempo las intervenciones cambiarias generaron una expansión monetaria que

---

<sup>37</sup> El monto neto de operaciones cambiarias en las ventanillas de los bancos durante el 2023 ascendió a US\$7.362 millones, un 98% superior al registrado en el 2022.

ahora lo ha obligado a intervenir más en el MIL y a emitir deuda. Esto implica un costo adicional de intereses por la monetización, pero también un efecto negativo en la dinámica del mercado de liquidez al limitar la interacción entre los intermediarios y al limitar el efecto de la asimetría en el corredor de tasas de interés.

De acuerdo con los principios para la gestión de intervenciones que sugiere el FMI, la intervención cambiaria del BCCR podría no estar considerando el costo de esta en términos de pérdida de competitividad, liquidez, riesgo moral y transparencia de los mercados.

Si los excedentes de divisas se han originado en efecto por las razones hasta ahora anunciadas por el BCCR y, en el supuesto de que la acumulación de reservas alcance un límite programado, el tipo de cambio debería funcionar libremente como una variable de ajuste macroeconómico. En este sentido, los principios para la intervención cambiaria propuestos por el FMI indican que las intervenciones cambiarias no deben sustituir los ajustes macroeconómicos necesarios. De modo que, de continuar la reducción en tasas de interés, el tipo de cambio debería funcionar como una variable de ajuste que eventualmente coadyuve en el regreso de la inflación a la meta.

## **Estrategia de comunicación del Banco Central**

La ley orgánica indica que el BCCR debe suministrar al público información sobre la situación económica del país y la publicación de acuerdos. En relación con la política monetaria y cambiaria, le solicita publicar, entre otras cosas:

- El programa monetario, en enero de cada año y Memoria Anual.
- Un informe de operaciones cambiarias realizadas por el banco y en conjunto con otros participantes del mercado.
- Resumen estadístico y un informe semestral de la situación económica del país.
- Información diaria sobre los tipos de cambio.
- Acuerdos de Junta Directiva relacionados con decisiones sobre tipo de cambio, tasas de descuento, encaje mínimo legal, límites de crédito

En línea con este mandato, BCCR publica regularmente el Informe de Política Monetaria, la Memoria Anual y el Informe de Gestión de Reservas. Desde el año 2020, se ha establecido un calendario fijo para las ocho reuniones anuales de política monetaria, seguido de comunicados de prensa que detallan las decisiones adoptadas en cada reunión.

A partir de junio de 2011, el Banco Central también ha enriquecido su comunicación económica mediante la publicación mensual del Comentario sobre la Economía Nacional, complementando el Informe Mensual de Coyuntura Económica. Estas publicaciones no solo mejoran la comprensión pública de las políticas y acciones del Banco Central, sino que también fortalecen la credibilidad y contribuyen a la formación de expectativas económicas más informadas.

Se identifican sin embargo algunas oportunidades de mejora para acercar las acciones de comunicación del BCCR con las buenas prácticas evaluadas al inicio de este documento. En primera instancia, en los informes que no forman parte de la lista anterior, obligatoria por ley, hay evidencia de poca consistencia en la publicación continua de algunos informes. Esto se observó en los informes de inflación (posteriormente sustituido y solucionado con el informe de política monetaria) y en los informes de estabilidad financiera. En el primer caso, esta debilidad se dio aun en el proceso de transición al esquema de metas de inflación.

El informe de estabilidad financiera está directamente relacionado con uno de sus objetivos subsidiarios y tiene gran importancia sobre todo en la evaluación de las relaciones entre la política monetaria y financiera, su efecto en tasas de interés y en calidad del crédito, la dolarización del sistema financiero y en las valoraciones sobre la transmisión de la política monetaria mediante los canales de tasa de interés, crédito, precio de activos y tipo de cambio<sup>38</sup>.

Por otro lado, el BCCR no publica periódicamente las minutas de las reuniones de política monetaria y no existe una disposición legal en este sentido. Se entiende que ellas pueden hacerse públicas por solicitud razonable, pero no forman parte del ciclo y estrategia de comunicación. Las buenas prácticas indican que los registros de las minutas de las reuniones de política monetaria en los países analizados previamente ofrecen más información al público sobre el razonamiento de las decisiones y son utilizados en la formación de expectativas.

Un tercer aspecto para considerar en la estrategia de comunicación es la anonimidad de las decisiones de política monetaria. En Costa Rica los comunicados de política monetaria no revelan la posición de quienes forman parte de la Junta Directiva como sí ocurre en otros países de la región. Aunque en algunos de ellos solo se revela la divergencia de las posiciones, este detalle favorece enormemente la formación de expectativas al dar señales sobre la fortaleza de los acuerdos tomados y sobre la dirección que a futuro podría tomar la política monetaria. En este sentido, se estima que podría ser valioso para Costa Rica contar al menos con minutas anonimizadas de manera periódica como parte de los esfuerzos por fortalecer la comunicación de la política monetaria como se plantea en el Plan Estratégico.

Relacionado con esto, debe evaluarse si una participación más activa de los miembros de la Junta Directiva del BCCR puede favorecer la comunicación de las acciones de política monetaria. En economías avanzadas y en otros países de la región, los miembros de los comités de decisión de política monetaria participan en foros y hacen publicaciones a nivel individual, las cuales son seguidas por analistas económicos y medios de comunicación y que enriquecen la discusión de temas y revelan la posición de los miembros con respecto a ellos. Esto es importante porque, por un lado, son personas con amplia capacidad y experiencia en materia económica, financiera, bancaria y, además, porque los miembros de la Junta podrían ejercer la presidencia en algún momento, por lo que sus criterios pueden cambiar el rumbo de la política monetaria.

Finalmente, el país también podría aspirar a publicar las proyecciones de variables económicas de los miembros de la Junta Directiva, que acompañen las decisiones de política monetaria y

---

<sup>38</sup> Por otra parte, es una práctica comúnmente recomendada que los bancos centrales comuniquen resultados sobre las pruebas de tensión del sistema financiero y su valoración sobre la efectividad de las políticas financieras adoptadas en el país.

que puedan ser contrastadas con las proyecciones internas. El reto que tendría el BCCR en este sentido es el de comunicar adecuadamente que las proyecciones no son compromisos de política sino un elemento adicional de análisis en la conducción de la política monetaria.

## **Conclusiones**

Al contrarrestar el marco de formulación y ejecución de la política monetaria de Costa Rica con respecto a las recomendaciones de organismos internacionales y las prácticas clave de las economías avanzadas y otras de referencia en América Latina, se concluye que:

En general se encuentran similitudes en las prácticas de comunicación y en los marcos legales, de gobernanza y rendición de cuentas en todos los casos revisados. Las diferencias están relacionadas con la instrumentalización y ejecución de la política monetaria y cambiaria, las cuales están relacionadas y justificadas en las diferencias en desarrollo económico y de los mercados financieros entre las economías avanzadas y las de América Latina.

Las tendencias económicas recientes dan cuenta de diferencias entre los países de la región en los componentes de los índices de precios y los factores que activan los cambios de precios, en la estructura productiva y en las fuentes de crecimiento económico, sobre todo a nivel comercial. Mientras Costa Rica apoya su crecimiento en la industria tecnológica y médica, México lo hace en su industria de automóviles y Colombia y Chile en materias primas. Chile, a diferencia de los demás, tiene una menor dependencia del mercado de Estados Unidos y ha presentado mayormente superávits comerciales.

También existen brechas en la gestión de la política cambiaria atribuidas a la madurez y desarrollo de los mercados cambiarios, a las diferencias de origen en los flujos de divisas y en los instrumentos de intervención de que disponen los bancos centrales. Costa Rica presenta una mayor intervención del banco central en el mercado cambiario que ha sido poco congruente con su postura de política monetaria, pero también dispone de menos herramientas de intervención.

Costa Rica ha tenido éxito en la adopción de algunas prácticas clave en la formulación y ejecución de su política monetaria. Entre las fortalezas están la adopción de un marco legal sólido que garantiza la toma de decisiones con independencia, la creación de habilidades institucionales para el seguimiento de la efectividad de la política monetaria y la instrumentalización de las herramientas de política en concordancia con los objetivos. Utiliza un marco de metas de inflación con un rango de tolerancia, lo cual es una práctica común para estabilizar los precios y fomentar la certidumbre económica en esquemas relativamente jóvenes. Además, dispone de herramientas prospectivas para anticipar la evolución futura de la inflación y evaluar los impactos de las políticas monetarias.

No obstante, el país tiene oportunidades para mejorar en lo que se refiere a la comunicación de los cambios en la política monetaria, en la ejecución de su política cambiaria y en propiciar mejores condiciones en los mercados financieros para favorecer la efectividad de la política monetaria. En este sentido, es importante que el BCCR disminuya su participación en los mercados de divisas y de liquidez y que avance en la adopción de medidas para propiciar una

mayor interacción entre participantes, al tiempo que promueve la eliminación de distorsiones en el sistema financiero que limitan la competencia y la efectiva transmisión de la política monetaria.

En lo que se refiere a comunicación de la política monetaria y cambiaria, es importante que el país avance en la discusión de mecanismos que podrían favorecer la comprensión de las acciones de política y mejorar con ello la formación de expectativas y la efectividad de la política monetaria. Algunas de las recomendaciones en materia de comunicación están asociadas con la consistencia de la publicación de informes, la publicación de minutas y proyecciones y una participación más activa de los miembros de la Junta Directiva en la comunicación.

## **Bibliografía**

- Banco de Canadá. 2021. “Monetary Policy Framework Renewal”. Ontario, diciembre del 2021.
- Banco de Canadá. 1991. “Bank of Canada Review: Targets for reducing inflation”. Ontario, marzo de 1991.
- Banco de México. 2016. “Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México”. Extracto del Informe Trimestral Enero – Marzo del 2016, Recuadro 2, pp. 47-52, mayo del 2016.
- Banco Central de Costa Rica. 2020. “Marco de Política Monetaria del Banco Central de Costa Rica”. Extracto del Informe de Política Monetaria del 2020, abril del 2020.
- Banco Central de Costa Rica. 2020. “Recuadro 5: Corredor Asimétrico de Tasas de Interés en el Mercado Integrado de Liquidez”. Publicado en el Programa Macroeconómico 2020-2021, enero del 2020.
- Banco Central de Costa Rica. 2017. “Régimen Monetario de Meta Explícita de Inflación en Costa Rica”. Publicado en el Informe de Inflación del 2017, diciembre del 2017.
- Banco Central de Costa Rica. 2023. “Informe del presidente del Banco Central de Costa Rica ante la Asamblea Legislativa”. San José, marzo del 2023.
- Banco Central de Costa Rica. 2023. “Plan Estratégico del Banco Central de Costa Rica 2020-2023”. San José, agosto del 2019.
- Banco de México. 2022. “El Aumento Diferenciado del Costo de la Canasta de Consumo para los Hogares Mexicanos”. Extracto del Informe Trimestral Abril - Junio 2022, Recuadro 5, pp. 79-82. Banco de México, agosto del 2022.
- Banco de México. 2023. “Persistencia de la Inflación Subyacente”. Extracto del Informe Trimestral Enero – Marzo 2023, Recuadro 5, pp. 79-81. Banco de México, mayo del 2023.
- Canales-Kriljienko, J., Guimaraes, R., Karacadag, C. 2003. “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice”. Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., julio del 2003.

- Catillo, M., Cascante, J., Pastrana G. 2022. “Market Power and Market Structure: An Analysis of Costa Rica Banking since 2008”. Serie de documentos de trabajo 22-02. Escuela de Economía de la Universidad de Costa Rica, marzo del 2022.
- Cubero, R., Lankester, V., y Munoz, E. 2019. “Costa Rica: Learning to Float”, (pp. 155–193). En: M. Chamon, D.J Hofman, N.E. Magud y A.M. Werner (Eds.) *Foreign Exchange Intervention in Inflation Targeters in Latin America*. Fondo Monetario Internacional.
- Duran, R., Quirós, J., Rojas, M. 2009, “Análisis de la Competitividad del Sistema Financiero Costarricense”. Documento de Investigación DEC-AAE-130-2009. Banco Central de Costa Rica, julio del 2009.
- Fondo Monetario Internacional. 2023. “Integrated Policy Framework – Principles for the Use of Foreign Exchange Intervention”. Washington D.C., diciembre del 2023
- Fondo Monetario Internacional. 2024. “Informe de Perspectivas de la Economía Mundial”. Washington D.C., abril del 2024.
- Haldane, Andrew. 2000. “Ghostbusting: The UK Experience of Inflation Targeting”. Documento presentado en el seminario “High-Level Seminar: Implementing Inflation Targets”. Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., marzo del 2000.
- Murray, John. 2013. “Monetary Policy Decision Making at the Bank of Canada”. *Bank of Canada Review*, otoño del 2013.
- Muñoz, E., Rodríguez A. 2022. “El Modelo de Proyección Macroeconómica del Banco Central de Costa Rica”. Banco Central de Costa Rica. Nota Técnica No. 007/2022.
- Salas-Alvarado, A., Mora, J. C., & Agüero Rodríguez, O. E. 2015. “Una Mirada a la Competitividad del Sistema Bancario Nacional Costarricense a Través del Indicador de Boone 2008-2013”. *Revista De Ciencias Económicas*, 33(2), 67–78. San José, noviembre del 2015.
- Secretaría de Relaciones Económicas Internacionales de Chile. 2023. “Informe Mensual de Comercio Exterior del 2023”. Santiago de Chile, diciembre del 2023.
- The World Bank. 2022. “Costa Rica Financial Sector Assessment Program”. Notas técnicas sobre mercado de capitales y el rol del estado en el sector financiero. Banco Mundial, Washington D.C, noviembre del 2022.
- Tombini, Alexandre. 2024. “Perspectivas Económicas y Retos para las Américas en 2024”. Discurso con motivo de la celebración del 60 Aniversario y 300 Reunión del Consejo Monetario Centroamericano. Banco Internacional de Pagos. San Salvador, El Salvador, febrero del 2024.
- Unsal, D. Filiz; Papageorgiou, Chris. 2022, 2023. “Monetary Policy Frameworks: An Index and New Evidence”. Fondo Monetario Internacional.
- Villamichel, Pablo. 2015. “Análisis de los 20 años de Competencia en el Sector Bancario Costarricense”. 21° Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2014. Estado de la Nación, San José, mayo del 2015.

## Anexos

### Anexo 1

#### Cuadro A1

Variaciones anuales de los precios en las clasificaciones de gasto en el índice de precios al consumidor según el país

(en porcentaje)

País	Variación anual de precios a junio del 2024				Variación anual de precios a diciembre del 2022			
	Chile	Colombia	Costa Rica	México	Chile	Colombia	Costa Rica	México
Alimentos y bebidas no alcohólicas	5,9	5,3	-1,5	6,5	24,7	27,8	19,1	12,7
Bebidas alcohólicas y tabaco	4,2	8,2	0,0	4,7	13,3	8,4	12,3	9,0
Ropa y calzado	-7,9	3,1	-3,6	2,8	0,6	11,2	0,0	6,0
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	6,3	9,3	2,2	4,5	9,6	6,9	0,4	2,3
Muebles, artículos para el hogar y para su conservación	-1,6	3,2	-1,6	1,7	6,7	18,3	5,7	8,2
Salud	3,2	6,8	1,2	5,1	5,7	9,5	3,8	6,5
Transporte	3,0	8,1	-2,0	4,3	18,3	11,6	8,1	6,5
Comunicaciones	2,5	-0,2	6,0	-2,5	-5,6	0,3	-5,2	-5,9
Recreación y cultura	5,8	2,0	0,7	2,8	5,1	8,4	12,1	4,7
Educación	5,7	11,2	1,7	6,4	7,0	6,0	2,2	4,5
Restaurantes y hoteles	7,9	9,6	2,0	6,4	16,5	18,5	7,9	12,4
Bienes y servicios diversos	-5,4	5,2	0,4	5,8	13,8	13,1	6,1	10,4
Servicios financieros	3,0		-1,3				-0,1	

Fuente: Instituciones de estadísticas de los países, INEGI, INE, INEC, INE.

Anexo 2

Cuadro A2

Efecto de las variaciones de precios en las clasificaciones de gasto en el índice de precios al consumidor según el país

(en porcentaje)

País	Efectos en las variaciones de precios de a junio del 2024				Efectos en las variaciones de precios a diciembre del 2022			
	Chile	Colombia	Costa Rica	México	Chile	Colombia	Costa Rica	México
Alimentos y bebidas no alcohólicas	1,3	0,8	-0,4	1,7	5,5	4,2	4,7	3,3
Bebidas alcohólicas y tabaco	0,2	0,1	0,0	0,1	0,5	0,1	0,1	0,2
Ropa y calzado	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,0	0,3
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	1,0	3,1	0,3	0,9	1,6	2,3	0,1	0,4
Muebles, artículos para el hogar y para su conservación	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,4
Salud	0,3	0,1	0,1	0,2	0,5	0,2	0,2	0,2
Transporte	0,4	1,0	-0,3	0,6	2,5	1,5	1,2	0,9
Comunicaciones	0,2	0,0	0,5	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	-0,2
Recreación y cultura	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,6	0,2
Educación	0,2	0,5	0,1	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2
Restaurantes y hoteles	0,5	0,9	0,1	0,6	1,0	1,7	0,5	1,2
Bienes y servicios diversos	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	0,7	0,4	0,5
Servicios financieros	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: Instituciones de estadísticas de los países, INEGI, INE, INEC, INE.

### Anexo 3

#### Cuadro A3

#### Información general sobre crecimiento económico y comercio de los países

Característica / País	Chile	Colombia	Costa Rica	México
Crecimiento promedio del PIB real de los últimos 20 años	3.4	3.7	3.9	1.8
Crecimiento promedio del PIB real de los últimos 5 años	1.6	2.9	3.1	0.8
Crecimiento el PIB real en el 2023	0.2	0.6	5.1	3.2
Crecimiento anual de las exportaciones (IT-2024)	-2.5	-9.4	4.3	1.7
Balance comercial 2023 (% del PIB)	4.3	-3.6	-5.2	-0.4
Principales bienes de exportación	Productos de cobre (49,9), salmón (6,4), cereza (6,1), litio (3,4)	Aceites de petróleo (25,4), hullas y combustibles sólidos derivados de petróleo (16,2), oro (6,8), aceites de petróleo (5,9), café (5,9)	Dispositivos médicos (41), agrícolas (banano, piña, café y jarabes) (18)	Automóviles (8,8), computadoras (7,6), petróleo crudo (6,9), partes de vehículos (6,9)
Principales socios comerciales (exportaciones)	China (41,6), Estados Unidos (15,2), Japón (8,2), Unión Europea (7,9)	Estados Unidos (24,8), Panamá (9,7), India (7,5), China (5,3)	Estados Unidos (45), Países Bajos (8), Guatemala (5), Bélgica (5)	Estados Unidos (83,4), Canadá (3,8), China (1,5)

Fuente: Promotora de Comercio Exterior y Banco Central de Costa Rica (Costa Rica), Subsecretaría de Relaciones Económicas Internacionales y Banco Central de Chile (Chile), Ministerio de Comercio, Industria y Turismo y Banco de la República (Colombia), Banco de México (México).

#### Anexo 4

##### Marco legal que apoya el esquema de metas de inflación

La política monetaria y cambiaria de Costa Rica ha experimentado una transformación significativa desde enero de 2018, cuando el país adoptó un régimen monetario flexible de metas de inflación. Este cambio estratégico comenzó en 2005 con la introducción de la estrategia conocida como "Esquema de meta explícita de inflación para Costa Rica". Esta transición se realizó en un periodo de relativa estabilidad económica, a diferencia de otros países de América Latina que hicieron la transición en medio crisis políticas y económicas.

El marco legal que sustenta este esquema de metas de inflación está definido principalmente en la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, específicamente en la Ley 7558 de 1953. La ley detalla los objetivos fundamentales del Banco Central, sus funciones, y establece las directrices para el nombramiento, responsabilidades y funcionamiento de la Junta Directiva. Asimismo, garantiza la independencia del Banco Central en la formulación y ejecución de la política monetaria y cambiaria del país.

El objetivo principal del Banco Central, según la Ley Orgánica, es mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional. La "estabilidad interna" se define como mantener una inflación baja y estable, cercana a la de los socios comerciales de Costa Rica, mientras que la "estabilidad externa" implica asegurar una posición sostenible en la balanza de pagos mediante reservas adecuadas que respalden la actividad económica del país.

Además de estos objetivos principales, la ley asigna al Banco Central una serie de objetivos subsidiarios que incluyen promover el desarrollo económico ordenado para alcanzar el pleno empleo, asegurar el uso adecuado de las reservas internacionales, mejorar la eficiencia de los sistemas de pago internos y externos, y fomentar un sistema financiero estable, eficiente y competitivo.

En términos de supervisión del sistema financiero, el Banco Central de Costa Rica tiene limitaciones en comparación con otros países, ya que la supervisión y regulación específica del sistema financiero están bajo la responsabilidad del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) y las Superintendencias sectoriales respectivas. Aunque estas entidades operan dentro del marco administrativo del Banco Central, mantienen independencia en la toma de decisiones relacionadas con la regulación financiera (Sección I de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley Reguladora del Mercado de Valores No.7732, Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional No. 1644). Quien ejerce la presidencia del BCCR tiene participación con voto en el Conassif y los miembros de la Junta Directiva de este son nombrados por la Junta Directiva del BCCR.

Esta separación de funciones y responsabilidades favorece la independencia y rendición de cuentas, pero, en la práctica, representa un reto importante para que el Banco Central cumpla con el objetivo subsidiario. Las facultades del Banco Central para regular a las entidades financieras se limitan al marco normativo de los mercados que controla (mercado de liquidez y mercado cambiario), a la definición de requerimientos para la aprobación de intermediarios financieros y a las regulaciones de política monetaria.

En relación con la gobernanza, estructura e independencia, la Ley Orgánica define que es el BCCR el órgano responsable de ejecutar la política monetaria y es la Junta Directiva la encargada de rendir cuentas sobre sus acciones. Esta ley contiene las funciones específicas y requerimientos que tendrán los miembros de la Junta Directiva y las previsiones sobre los ciclos de nombramiento que permiten resguardar la independencia y continuidad en la toma de decisiones<sup>39</sup>, acorde con las buenas prácticas.

De acuerdo con la ley actual, el nombramiento de quien preside la Junta Directiva le corresponde al Consejo de Gobierno y los otros seis miembros directores son ratificados por la Asamblea Legislativa<sup>40</sup>. Los ciclos de nombramiento de la presidencia son por cuatro años, iniciando doce meses después de iniciado el período constitucional y los otros miembros por noventa y seis meses con dieciocho meses de diferencia entre cada nombramiento.

En lo que se refiere a rendición de cuentas y supervisión, el Banco Central está sujeto a la supervisión de la Contraloría General de la República y debe presentar un informe anual detallando sus acciones y estrategias ante la Asamblea Legislativa. La Ley 10399 refuerza este proceso al requerir que el presidente del Banco Central comparezca ante la Asamblea Legislativa dos veces al año para informar sobre las acciones tomadas, el razonamiento de estas y la estrategia a seguir en el año, además de publicar estos informes en el diario oficial. En la práctica, el informe se envía a la Asamblea Legislativa en el primer trimestre del año, una vez que el BCCR ha publicado su primer informe de Política Monetaria y su Memoria Anual.

Tras las modificaciones a la Ley Orgánica del BCCR en 1995, se prohibió explícitamente la posibilidad de financiar directamente al gobierno central (artículo 59). Esto fue un inconveniente durante la década de los ochenta ya que la monetización del financiamiento por emisión monetaria provocó una alta inflación y déficit financiero del BCCR. Los cambios le dieron al BCCR mayor independencia operativa. La excepción al financiamiento es la compra de letras del tesoro, las cuales pueden utilizarse en situaciones que amenazan el interés público de acuerdo con restricciones previamente definidas<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> Una reforma a esta ley a finales de 1995 y otra en el 2019 (Ley 9670) introdujeron una mayor autonomía para el BCCR y fortalecieron el régimen de autonomía mejorando los ciclos de nombramiento y el funcionamiento de la Junta Directiva. Además, en la Ley Orgánica se definen los requerimientos mínimos para ser miembro de la Junta Directiva y las causas de remoción en caso de incumplimiento de requisitos o faltas.

<sup>40</sup> También participa en la Junta Directiva el ministro de Hacienda, o su representante, nombrado por el Consejo de Gobierno, pero no tiene voto.

<sup>41</sup> Con esta opción el BCCR puede adquirir letras directamente con un plazo no mayor a 90 días y deben ser pagadas por el gobierno a más tardar al término del año. El mecanismo de utilizó en el 2018 por un monto de ₡498.000 millones debido a que el desbalance fiscal estaba presionando las tasas de interés en el mercado interno. La medida fue utilizada también en 1994 tras el cierre del Banco Anglo Costarricense. Además de la restricción de plazo y fecha de vencimiento, el BCCR no puede comprar letras por más de 1/20 del presupuesto nacional, la tasa básica pasiva es la tasa máxima que se puede pagar por las letras y no pueden utilizarse para financiar el vencimiento de letras emitidas en el pasado.