



DOCUMENTO DE TRABAJO
N.º 014 | 2012

Costa Rica en la ruta hacia metas de inflación

Evelyn Muñoz Salas

Fotografía de portada: “Presentes”, conjunto escultórico en bronce, año 1983, del artista costarricense Fernando Calvo Sánchez. Colección del Banco Central de Costa Rica.

Costa Rica en la ruta hacia metas de inflación¹

Evelyn Muñoz Salas †

Las ideas expresadas en este documento son del autor y no necesariamente representan las del Banco Central de Costa Rica.

Palabras clave: Meta de inflación, política monetaria, Banco Central.

Clasificación JEL: E58.

¹ Documento preparado ante solicitud del BID y presentado en el seminario-taller: “Costa Rica en la transición hacia metas de inflación: Retos y Limitaciones”, organizado por el Banco Mundial en San José, 5 de noviembre del 2012.

† Departamento de Investigación Económica. munozse@bccr.fi.cr

Costa Rica on the Route to Inflation Targeting

Evelyn Muñoz Salas[‡]

The ideas expressed in this paper are these of the author and not necessarily represent the view of the Central Bank of Costa Rica.

Key Word: Inflation targeting, Monetary policy, Central Bank

JEL Code: E58.

[‡] Department of Economic Research. Email address. munozse@bccr.fi.cr

Contenido

1. Introducción.....	4
2. Algunas características de la economía costarricense	4
3. Marco institucional del Banco Central de Costa Rica.....	6
4. Experiencia inflacionaria en Costa Rica	8
5. La transición de agregados monetarios a tasa de interés	13
5.1. La modelación macroeconómica en el BCCR	14
5.2. Capitalización del BCCR.....	17
5.3. Flexibilidad cambiaria	19
5.4. Gestión de liquidez.....	23
6. La política monetaria a partir de junio del 2011	24
7. Tareas pendientes.....	26
7.1. Consolidar el proceso de flexibilidad cambiaria.....	26
7.2. Fortalecer la estabilidad del sistema financiero	28
7.3. Consolidar el nivel de credibilidad del Banco Central de Costa Rica	29
8. Consideraciones finales.....	32
9. Referencias.....	34

Clasificación JEL.: E58.

1. Introducción²

En enero del año 2005 la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica aprobó el proyecto estratégico denominado “Esquema de meta explícita de inflación para Costa Rica”³.

El presente documento tiene como objetivo brindar un panorama del contexto económico en el que se tomó esa decisión, haciendo un recuento de los principales hechos y modificaciones que a junio del 2012 se han realizado con miras a la adopción de un esquema monetario de meta de inflación en Costa Rica. De igual forma se señalan algunas tareas pendientes o incompletas en este proceso.

2. Algunas características de la economía costarricense

Costa Rica es un país pequeño y abierto, tanto comercial como financieramente, su población es de aproximadamente 4,3 millones de habitantes, con un producto interno bruto (PIB) per cápita que en el año 2011 alcanzó EUA\$9.533,0.

Es una economía con tradición inflacionaria; para el periodo 1980 al 2011 la inflación interanual promedio fue de 17,6%. A pesar de este nivel de inflación, relativamente alto, la tasa promedio de crecimiento de la economía fue de 4,0%.⁴

Como resultado de la crisis financiera internacional del 2008, la producción decreció en el año 2009 (-1,0%), sin embargo se ha recuperado en los periodos subsiguientes, dando como resultado un crecimiento del PIB para el año 2010 de 4,7% y 4,2% para el 2011.

En materia fiscal, el desempeño de la economía costarricense puede calificarse como inestable, pues ha experimentado largos periodos de déficit, con una mejora significativa en las finanzas públicas en el lapso 2005-08, para de nuevo mostrar déficit a partir del año 2009.

En cuanto a la cuenta corriente de la balanza de pagos, ésta ha mostrado altos déficit que como promedio para el periodo 2005-10 se ubica en 5,1% del PIB, el cual ha sido

² El documento se elaboró con información hasta diciembre del 2011.

³ Este proyecto fue aprobado como parte del Plan Estratégico Maestro del BCCR para el periodo 2005-2009, mediante artículo 11 de la sesión de Junta Directiva No. 5229-2005 del 5 de enero del 2005.

⁴ La tasa de crecimiento del producto potencial para la economía costarricense se estima en 4,4%.

financiado fundamentalmente con inversión extranjera directa (IED). La IED no solo ha financiado el déficit en cuenta corriente, sino que también ha permitido la acumulación de reservas internacionales netas (RIN).

El sistema financiero costarricense está integrado principalmente por bancos, tanto estatales y públicos creados por leyes especiales, como privados; participan además, financieras privadas, mutuales, cooperativas y cajas de ahorro. Los tres bancos de propiedad estatal concentran 50% del total de activos del sistema y un 43,8% del patrimonio.

Otra característica importante de destacar es la alta dolarización financiera; a diciembre del 2011, 40% del crédito y 36,7% de la riqueza financiera del sector privado estaba denominada en moneda extranjera.

Estos y otros indicadores pueden verse con detalle en el siguiente cuadro.

Cuadro 1
Costa Rica: principales indicadores macroeconómicos
1980-2011

<i>Indicador</i>	<i>1980-1984</i>	<i>1985-1989</i>	<i>1990-1994</i>	<i>1995-1999</i>	<i>2000-2004</i>	<i>2005-2010</i>	<i>2011</i>
<i>Inflación</i>	38.5%	15.6%	19.7%	14.0%	10.8%	9.7%	4.7%
<i>Tasa de Crecimiento real</i>	0.1%	4.5%	5.6%	5.4%	3.3%	4.9%	4.5%
<i>Tasa Desempleo</i>	8.3%	5.3%	4.5%	5.7%	6.2%	6.3%	7.7%
<i>Tasa Básica Pasiva</i>	20.5%	21.3%	24.6%	23.6%	15.7%	10.5%	7.5%
<i>Variación del tipo de cambio nominal</i>	49.6%	12.1%	14.9%	12.7%	9.0%	2.0%	-3.8%
<i>Tipo de cambio real multilateral</i>	94.1	97.6	103.9	99.8	101.6	101.0	86.2
<i>Déficit SPG/PIB</i>	<i>n.d.</i>	3.9%	2.7%	2.9%	4.0%	1.9%	5.6%
<i>Déficit Cta Cte/PIB</i>	9.9%	6.1%	5.7%	3.4%	4.5%	5.2%	5.3%
<i>IED/PIB</i>	1.3%	1.5%	2.5%	3.6%	3.4%	5.6%	5.1%
<i>RIN/PIB</i>	-1.2%	7.0%	8.8%	8.3%	9.2%	13.4%	11.5%
<i>Resultado financiero BCCR/PIB</i>	-4.0%	-2.9%	-1.5%	-1.1%	-1.5%	-0.8%	-0.6%
<i>Depósitos en m.e./Liquidez Total</i> ¹	15.6%	24.0%	30.5%	36.3%	44.3%	46.2%	41.6%
<i>Crédito al Sector privado m.e./total</i>	<i>n.d.</i>	3.4%	3.5%	13.9%	35.3%	40.3%	40.0%

Fuente: Banco Central de Costa Rica

n.d.: Información no disponible

m.e.: Moneda extranjera

S.P.G.: Sector Público Global

¹ La información disponible inicia en enero de 1984

3. Marco institucional del Banco Central de Costa Rica

El Banco Central de Costa Rica (BCCR), creado en 1950, es una institución autónoma de derecho público, según lo establece el artículo primero de su Ley Orgánica (Ley No. 7558); como tal, posee personalidad jurídica y patrimonio propios. La última revisión integral de su Ley Orgánica fue aprobada en noviembre de 1995.

El artículo 2 de esta Ley señala como principales objetivos del Banco “***...mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas....***”.

En reiteradas oportunidades el BCCR ha manifestado que el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica es una de las mayores contribuciones que la Institución puede dar a la sociedad costarricense, lo cual requiere de inflaciones bajas y estables como condición para facilitar el crecimiento y el desarrollo del país.

En virtud de las características de la economía costarricense, pequeña, abierta e importadora de materias primas, en particular hidrocarburos, el control de la inflación no implica aspirar a valores arbitrariamente bajos, puesto que en el caso de Costa Rica el esfuerzo se encuentra acotado, en buena medida, por las inflaciones de sus principales socios comerciales.

En cuanto a mantener la estabilidad externa, la interpretación que se le ha dado es procurar a lo largo del tiempo un déficit en cuenta corriente sostenible, es decir que pueda ser financiado con los ingresos de capital de mediano y largo plazo, de forma que la presencia de dicho desequilibrio no represente una vulnerabilidad frente a posibles choques externos.

Al respecto, la investigación realizada en el BCCR indica que, considerando los flujos netos de inversión extranjera directa y de financiamiento externo privado y público de largo plazo, sería factible financiar un déficit en cuenta corriente entre 4,5% y 5,1% del PIB.

Finalmente, el objetivo de asegurar la conversión a otras monedas se asocia con el mantener una cuenta de capitales abierta, es decir que exista amplia libertad tanto para el ingreso como para el egreso de capitales⁵.

Adicionalmente, la Ley del Banco señala una serie de objetivos identificados como subsidiarios dentro de los que destacan: promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo; promover la eficiencia del sistema de pagos;

⁵ En marzo de 1992 se eliminaron una serie de controles cambiarios que impedían el libre flujo de capitales externos.

velar por el buen uso de las reservas internacionales y promover el ordenado desarrollo de la economía.

El Presidente de la Junta Directiva de la Institución es nombrado por el Consejo de Gobierno, coincidiendo por tanto con el periodo constitucional del Presidente de la República, lo mismo ocurre en el caso de Ministro de Hacienda quien cuenta con voz y voto en este Órgano Colegiado.

Cada dieciocho meses se nombra uno de los cinco miembros adicionales, por un periodo de noventa meses. Estos miembros son propuestos por el Consejo de Gobierno y ratificados por la Asamblea Legislativa.

De acuerdo con la Ley, el BCCR publica durante los primeros treinta días naturales de cada semestre su Programa Macroeconómico⁶, en el que, con base en un diagnóstico de la situación económica del año previo y las perspectivas para los siguientes veinticuatro meses, establece su objetivo inflacionario y la orientación de sus políticas monetaria y cambiaria.

A finales del año 2011 se aprobó en el Congreso una modificación a la LOBCCR, con lo cual se le asigna al Presidente de la Institución la responsabilidad de rendir un informe ante la Asamblea Legislativa sobre la ejecución de la política monetaria, cambiaria, crediticia, financiera y el uso de las reservas internacionales durante el año inmediato anterior y las acciones que tomó la Institución en procura de alcanzar el objetivo inflacionario⁷. Esta modificación fortalece los esfuerzos del BCCR por aumentar la transparencia y la rendición de cuentas.

Finalmente, una característica importante en el caso costarricense es que la supervisión de los participantes en el sistema financiero se encuentra fuera del BCCR. Esta labor recae sobre Órganos de Desconcentración Máxima, que son: Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), Superintendencia de Pensiones (SUPEN) y Superintendencia General de Seguros (SUGESE). Todas ellas bajo la coordinación del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF).

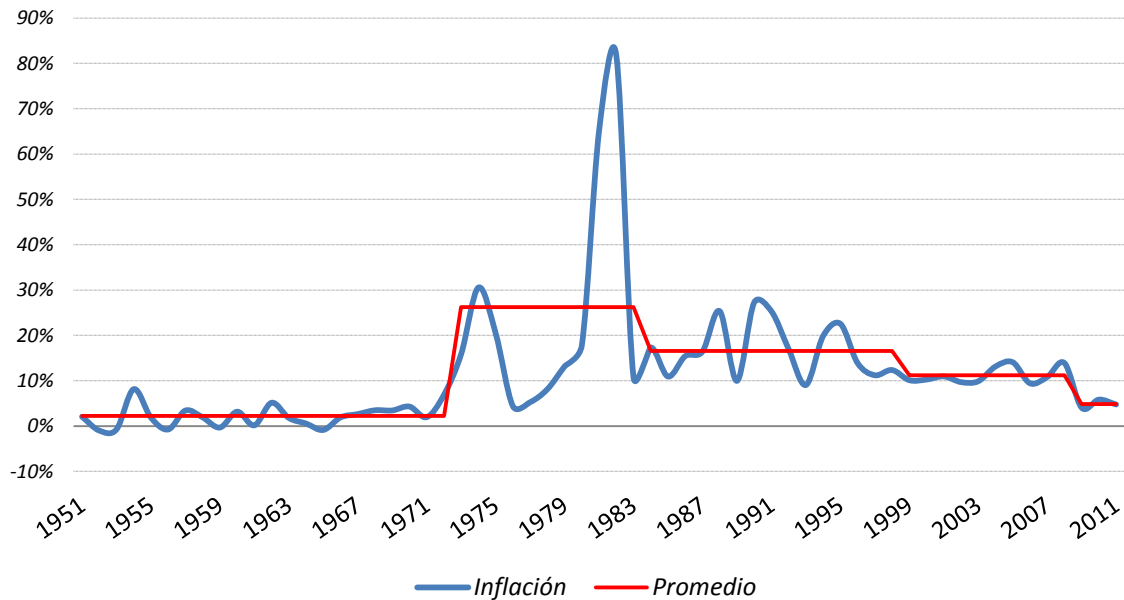
⁶ El artículo 14 de la LOBCCR hace referencia al Programa Monetario, sin embargo, a partir del año 2007 se denomina Programa Macroeconómico.

⁷ Ley 9018 del 11 de diciembre del 2011, consiste en una reforma al inciso g) del artículo 29 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, que se refiere a las atribuciones y responsabilidades del Presidente, a quien se le pide presentar un informe oral y escrito ante la Comisión Permanente Especial del Control de Ingreso y el Gasto Público de la Asamblea Legislativa.

4. Experiencia inflacionaria en Costa Rica

Durante el periodo comprendido entre enero de 1951 y diciembre del 2011, la inflación interanual en Costa Rica, medida por el Índice de Precios al Consumidor, mostró un valor promedio de 11,4% anual, con una alta variabilidad.

Gráfico 1. Costa Rica. Tasa de inflación anual
-1951 a 2011-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

De 1951 a 1972, periodo en que estuvo vigente el sistema monetario internacional patrón oro-dólar, si bien contribuyó a mantener los niveles de inflación más bajos del periodo analizado, también fue el periodo de mayor volatilidad relativa según se aprecia en el siguiente cuadro.

La inflación de Costa Rica no difería en mucho de la que exhibían sus principales socios comerciales, en particular Estados Unidos, y el tipo de cambio fue fijo, constituyendo un ancla para la política monetaria.

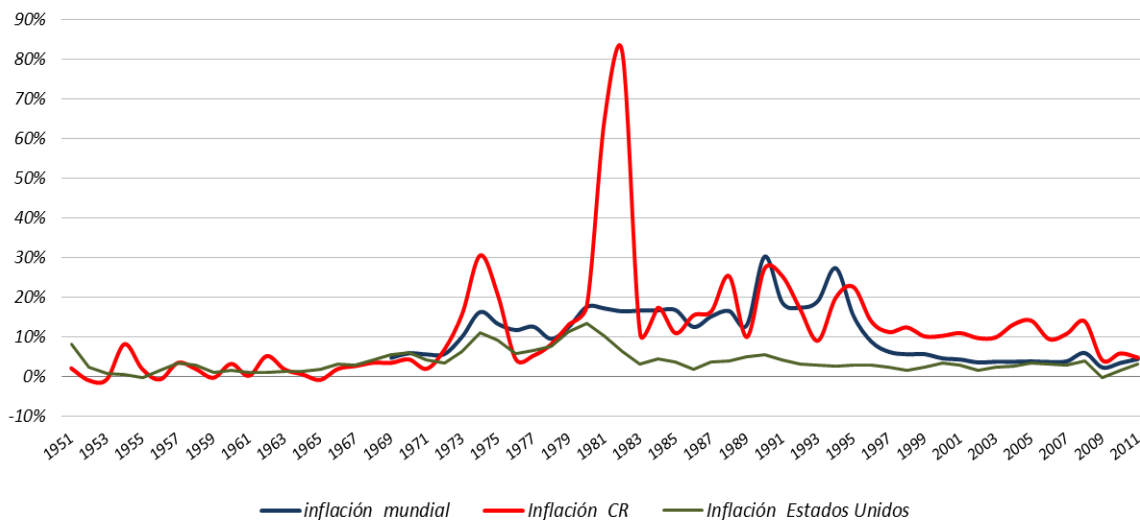
**Cuadro 2. Costa Rica. Tasa de inflación anual
Promedio por periodos**

Periodo	Promedio	Coficiente Variación
1951-1972	2.2%	110.4%
1973-1983	26.2%	69.1%
1984-1998	16.5%	36.2%
1999-2008	11.2%	15.9%
2009-2011	4.9%	18.4%
Total	11.5%	120.4%

Fuente: Elaboración propia

Esa estabilidad de precios que se experimentó hasta inicios de los años setenta, se rompe producto, entre otros factores, de los choques petroleros de esa década y luego se agrava en los inicios de los años ochenta con el advenimiento de la crisis de la deuda externa y de balanza de pagos que caracterizó a las economías latinoamericanas.

**Gráfico 2. Tasa de inflación anual de Costa Rica y Estados Unidos
Tasa de inflación mundial
-1951 a 2011-**



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

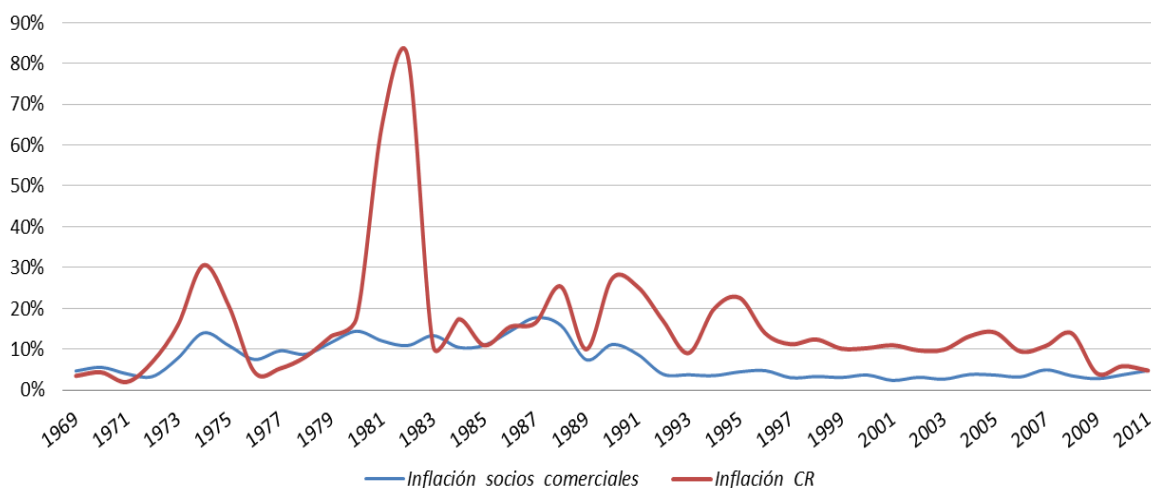
En el lapso 1973 - 1982 no solamente se observan inflaciones muy altas para el contexto histórico costarricense, sino que también es un periodo de alta volatilidad. La inflación interanual promedio se ubicó en 26,2% anual siendo el segundo periodo con mayor volatilidad relativa de la muestra analizada.

Parte de los eventos de la crisis de inicios de los ochenta, fue el abandono de la paridad fija del colón con el dólar, por lo que hay un periodo de finales de 1980 a mediados de 1982 que se caracteriza por el “desorden cambiario” (paridades múltiples, controles cambiarios, agotamiento de reservas internacionales). Posteriormente, en mayo de 1982 el Banco Central inicia un proceso para retomar el control (unificación cambiaria) del mercado cambiario y adopta lo que luego se denominaría un régimen de paridad ajustable⁸.

Se reconoce que el esquema cambiario adoptado desde mediados de 1982 brindó al país la estabilidad cambiaria perdida a inicios de esa década; además, la volatilidad de la inflación se redujo, sin embargo, se mantuvo en valores de dos dígitos, que como se puede observar en el siguiente gráfico, difiere de la inflación de los principales socios comerciales.

La apertura de la cuenta de capitales a inicios de la década de los noventa, bajo un esquema de tipo de cambio fijo, introdujo una nueva limitación al control monetario por parte del Banco Central, poniendo en evidencia el problema que la literatura conoce como *Trinidad Imposible*.

Gráfico 3. Tasa de inflación anual de Costa Rica y de sus principales socios comerciales -1969 a 2011-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁸ Conocido como "minidevaluaciones".

La historia inflacionaria de la primera parte de la década de los noventa refleja dos eventos particulares. Por un lado, el aumento de los precios internacionales del petróleo (como consecuencia de la situación del Golfo Pérsico); y la quiebra de un banco estatal a finales del año 1994 (Banco Anglo Costarricense), que provocó un incremento en la base monetaria al hacerse efectiva la garantía estatal, lo que introdujo una mayor inflexibilidad a la baja a la inflación en los años siguientes.

Ciertamente hay que anotar que a partir de 1996 se realizan esfuerzos por estabilizar la tasa de inflación en un valor cercano al 10%, con relativo éxito, que se evidencia en el periodo comprendido entre 1997 y el 2008, en el cual tanto la tasa de inflación como su variabilidad se reducen sensiblemente.

En octubre del año 2006, el BCCR abandona el esquema cambiario vigente desde inicios de los ochenta; pasando a lo que en principio es un régimen transitorio de banda cambiaria. Con esta modificación se buscó no solo otorgar mayor flexibilidad en la determinación del tipo de cambio nominal, sino fortalecer el uso de la tasa de interés como mecanismo de transmisión de la política monetaria. No obstante, siguieron observándose tasas de inflación de dos dígitos⁹, en un contexto internacional en el que una cantidad creciente de economías y entre ellas las latinoamericanas, fueron exitosas en lograr inflaciones bajas y estables.

En el 2009 la economía costarricense experimentó un proceso de corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos prevalecientes al final del año previo, el déficit en cuenta corriente se ubicó en 2% del PIB de ese año. En el caso de la inflación, es posible identificar un cambio estructural a partir de mayo 2009¹⁰, acercándose nuevamente a los niveles de inflación que exhiben los principales socios comerciales.

La literatura hace referencia a que idealmente la adopción de un esquema de meta explícita de inflación debería realizarse en un momento en que la economía esté experimentando tasas de inflación bajas; a finales del 2011, han transcurrido 32 meses de inflaciones de un dígito.

⁹ La inflación promedio interanual para el periodo enero 1997 a diciembre 2008 se ubicó en 11,3%.

¹⁰ La inflación promedio interanual para el periodo mayo 2009 a diciembre 2011 fue 5,4%.

Recuadro 1. Diseño de la política monetaria durante el periodo 1983 al 2006

De 1983 a octubre del 2006, el fundamento conceptual de la política monetaria del BCCR fue el enfoque monetario de la balanza de pagos, que se ejecutaba por medio de un ejercicio de programación financiera orientado al control de agregados monetarios (Activos Internos Netos, M1, M2, Liquidez total, Crédito Interno Total), donde los instrumentos de política monetaria eran básicamente los encajes legales y las operaciones de mercado abierto.

Este ejercicio de programación financiera se formalizaba en el Programa Monetario Anual, en el cual de acuerdo con un objetivo de inflación y la proyección de crecimiento de la economía y de reservas internacionales netas, se determinaba la cantidad de dinero que debía circular en la economía. Un supuesto importante que subyace este ejercicio, es que la demanda por dinero es estable, supuesto que ha sido objeto de cuestionamientos.

Se procuraba que el BC tuviera suficiente control sobre la variable intermedia (base monetaria) mediante el uso de sus instrumentos de control monetario, con el fin de propiciar cambios en los agregados monetarios que fueran coherentes con la evolución de las principales variables macroeconómicas y alcanzar con ello el objetivo deseado para el crecimiento de los precios internos.

Condicionado inicialmente por la necesidad de cumplir con los convenios establecidos con el FMI, este ejercicio abarcaba un horizonte de entre 12 y 24 meses. Como bien es conocido, el enfoque monetario de la balanza de pagos supone que el tipo de cambio es fijo. En el caso costarricense, si

bien se le denominaba al régimen cambiario “paridad ajustable”, lo cierto es que era simplemente una versión de tipo de cambio fijo en donde la base monetaria es endógena y por tanto era imposible controlar efectivamente esa variable.

Lo interesante es que aún sin convenios con el FMI, el BC continuó realizando su programación monetaria bajo dicho esquema, lo cual a su vez limitaba el explorar otros enfoques de política monetaria y cambiaria.

Cuando se mira en retrospectiva lo actuado por del BC se observa que de 1983 al 2006, la política monetaria se caracterizó por buscar objetivos múltiples y cambiantes.

Por un lado se pretendía controlar la inflación, sin embargo se buscaba mantener cierta posición de Reservas Internacionales Netas, promover la competitividad con el exterior, y la sostenibilidad externa de la economía, todo ello bajo un régimen cambiario de tipo de cambio fijo (paridad ajustable).

El régimen de tipo de cambio fijo y la apertura de la cuenta de capitales, esto último a partir del año 1992, implicaron que en la práctica el BCCR perdiera el control monetario y con ello, el de la inflación. Evidenciándose así la incompatibilidad entre el esquema monetario y el régimen cambiario vigente, (Trinidad Imposible) que llevó al país a exhibir niveles de inflación de dos dígitos. Efectivamente, la inflación promedio para el periodo 1980-2006 se ubica en torno al 19,3%.

5. La transición de agregados monetarios a tasa de interés

Considerando que una inflación baja y estable es el principal servicio que un banco central puede ofrecer a la sociedad; a partir del 2005, la Junta Directiva del BCCR decide avanzar gradualmente en la adopción de un esquema de política monetaria fundamentado en metas de inflación.

Esta voluntad de la Junta Directiva se empezó a reflejar con el Programa Macroeconómico 2006-2007, cuando el Banco abandonó el uso del término “Programa Monetario” e hizo un mayor énfasis en la relación de la inflación con el desempeño macroeconómico.

Además, en dicho documento (y otros como los informes de inflación y las memorias anuales), hizo explícita la transición hacia el esquema de Metas de Inflación estableciendo su objetivo de inflación para esos años y, al mismo tiempo, comenzó a disminuir el tono en los agregados monetarios como variable intermedia de la política monetaria.

Este menor énfasis se manifestó en el hecho de que en el Programa Macroeconómico 2007-2008 el Banco Central no hizo explícita una meta cuantitativa para los agregados monetarios, tal y como era usual bajo los lineamientos del esquema previo.

En el momento en que la Junta Directiva tomó esta decisión, la administración del BCCR inició un proceso para identificar cuáles son las áreas en las que debía trabajar con el fin de adoptar un esquema de metas de inflación en un plazo razonable.

La definición de esta estrategia partió de una identificación de aquellos requisitos técnicos y macroeconómicos deseables para garantizar una transición exitosa, destacándose las siguientes cuatro áreas prioritarias: modelación macroeconómica, capitalización del Banco Central de Costa Rica, flexibilidad cambiaria y la capacidad de utilizar la tasa de interés de corto plazo como instrumento de política monetaria.

5.1. La modelación macroeconómica en el BCCR

Dentro de un esquema de meta de inflación, el punto de partida para orientar la toma de decisiones articuladas de política monetaria, es precisamente la trayectoria proyectada de las principales variables macroeconómicas, y su efecto sobre la tasa de inflación.

De este modo, la investigación económica se orienta con mayor fuerza a mejorar el entendimiento del fenómeno inflacionario, de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, el rezago con que actúa dicha política y el proceso de formación de expectativas inflacionarias.

Si bien, los primeros esfuerzos formales del BCCR en el campo de la modelación económica tienen origen en la década de los ochenta, es en el año 2001 que se conforma un equipo de trabajo de carácter permanente que sería el principal responsable de la modelación macroeconómica, con el apoyo del Departamento de Investigación Económica.

De esta forma, en el 2005, cuando se toma la decisión de migrar hacia un esquema de metas de inflación, se inicia el desarrollo de un Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT). Este modelo contiene los elementos básicos de aquellos desarrollados por otros bancos centrales que han sido exitosos en adoptar un régimen de meta de inflación y por tanto se separa de la modelación que tradicionalmente se realizaba en el BCCR.¹¹

El modelo macroeconómico de proyección trimestral es un modelo semiestructural, que pretende capturar relaciones fundamentales de las variables de políticas monetaria y cambiaria de la economía costarricense.

Describe la dinámica entre las variables críticas con lo cual contribuye a sistematizar el marco de análisis de los principales mecanismos de transmisión de la política del BCCR y los rezagos con los cuales ésta opera. Es una herramienta que permite evaluar la coherencia de las proyecciones incluidas en la programación macroeconómica. El modelo consta de cinco ecuaciones básicas:

- i. Una curva de Phillips Neokeynesiana que caracteriza la relación dinámica entre inflación, brecha del producto y expectativas de inflación.

¹¹ El diseño de los modelos que antecedieron el MMPT tenían un énfasis en la proyección de algunas variables macroeconómicas, pero no facilitaban el análisis de política económica.

- ii. El proceso de formación de expectativas de inflación que está determinado por la meta de inflación anunciada, la inflación importada y un indicador de desvíos pasados entre la inflación observada y la meta de inflación.
- iii. De acuerdo con la curva IS, se estima la trayectoria de la demanda agregada en función del comportamiento de la economía de nuestros principales socios comerciales, los términos de intercambio y la tasa de interés real; dado un producto potencial de la economía¹², se estima la brecha del producto.
- iv. Una regla de política tipo Taylor establece que el Banco ajusta su tasa de interés de política monetaria como respuesta a desviaciones de la inflación proyectada respecto de la meta, y de la brecha del producto; considera además un parámetro de suavizamiento asociado con la tasa de interés de política monetaria rezagada.
- v. El modelo macroeconómico se completa con una ecuación que determina la dinámica de corto plazo del tipo de cambio real que proviene de la paridad descubierta de tasas de interés en términos reales.

Con base en los desarrollos efectuados hasta el momento con el MMPT, se han identificado tres canales de transmisión de las acciones de política que constituyen la base del diseño de la política monetaria: el canal de las expectativas de los agentes económicos, el canal de la tasa de interés y el canal del tipo de cambio.

Tal como lo ilustra la figura 1, el proceso inicia con el anuncio que realiza el Banco acerca de su meta de inflación para el horizonte de política que actualmente es de 18 a 24 meses. Una vez establecido el objetivo inflacionario, y partiendo de las proyecciones pasivas con que se cuenta sobre la inflación interna y de la brecha del producto, además del conjunto de variables exógenas, el Banco Central establece su tasa de política monetaria.

La tasa de interés de política afecta el espectro de tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero, las cuales determinan las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos que tendrán un impacto en la producción real; con lo cual se logra moderar las presiones de demanda que de otra forma se materializarían en inflación.

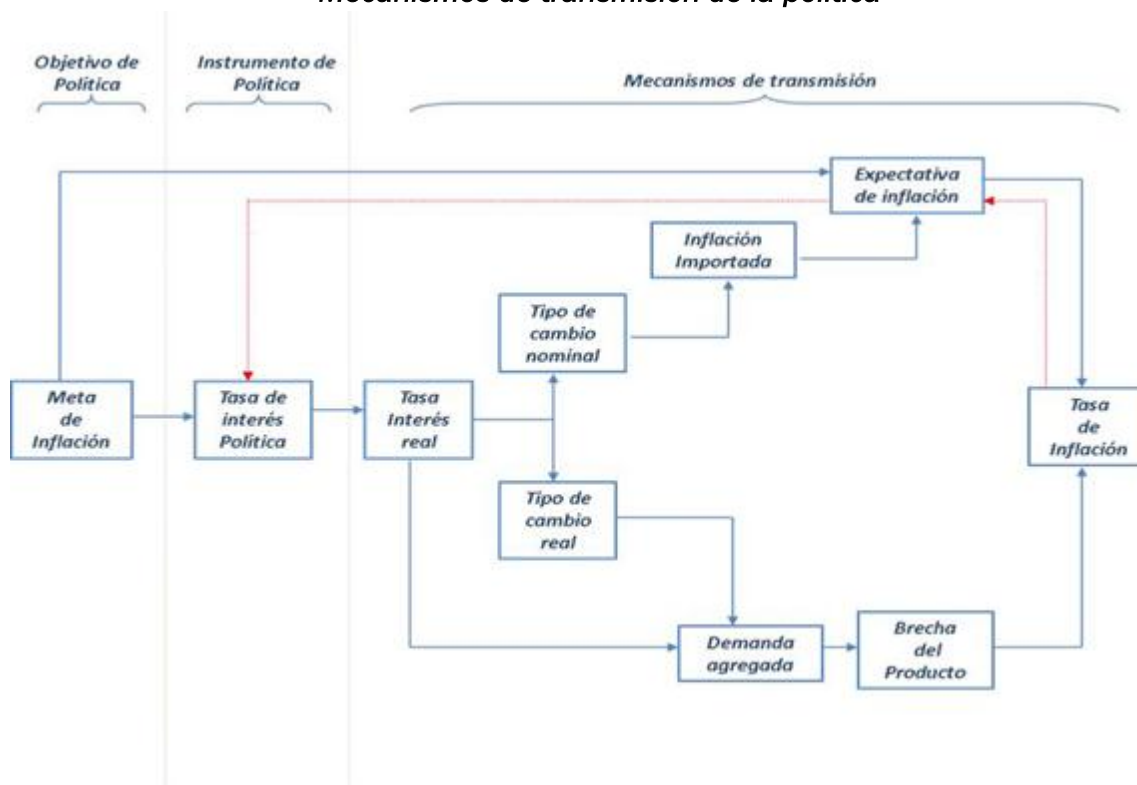
El tipo de cambio responde a las modificaciones en la tasa de interés de acuerdo con la condición de paridad descubierta de tasas. Modificaciones en el tipo de cambio

¹² El producto potencial se aproxima combinando estimaciones que provienen de una función de producción y de filtros estadísticos.

tendrán implicaciones sobre la inflación importada, que a su vez es uno de los determinantes de las expectativas de inflación.

Conforme el Banco Central logra que la inflación se acerque a la meta anunciada, se consolida su credibilidad, lo que conducirá a que las expectativas de inflación de los agentes converjan a la meta de inflación.

**Figura 1. Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral.
Mecanismos de transmisión de la política**



La recomendación de una estrategia de desinflación gradual, que sea realista de alcanzar en el horizonte definido, se basa en que las expectativas de inflación converjan a la meta, conforme la política del Banco Central gana credibilidad; además, que el componente inercial desaparezca paulatinamente, pues al inicio de un proceso de desinflación es de esperar que se encuentren vigentes contratos indexados a la inflación pasada. Por otro lado, es claro que conforme más alejadas se encuentren las expectativas de los agentes de la meta de inflación, más agresiva debe ser la política monetaria.

Este modelo núcleo se complementa con modelos satélite, dentro de los que se encuentran el Modelo de Sostenibilidad Fiscal, el Modelo Monetario de Inflación y el Modelo de componentes de la demanda agregada. A su vez, se tienen estimaciones sobre variables como el tipo de cambio real de equilibrio, la tasa de interés real neutral y el producto potencial de la economía costarricense.

Como parte del proceso de conformar los requisitos técnicos para la adopción exitosa del esquema monetario de MI, y siguiendo las mejores prácticas, el BCCR ha destinado recursos al desarrollo de herramientas de pronóstico de la tasa de inflación en el corto y mediano plazo, que incorporan diversas fuerzas que la afectan.

En la actualidad, se cuenta con una combinación de proyecciones (pasivas) de inflación compuesta por modelos que incorporan como determinantes de la inflación variables como: precios del petróleo, tipo de cambio, actividad económica, tasas de interés y la presión fiscal; modelos que buscan explicar la inflación por componentes transable y no transable. Adicionalmente se han dedicado recursos al desarrollo de nuevos indicadores de inflación subyacente, tanto índices de exclusión como de influencia acotada (índices truncados).

El Banco Central reconoce la importancia de contar con herramientas de análisis precisas por tanto, estos modelos son revisados con cierta periodicidad procurando incorporar el mayor conocimiento que se tenga de la realidad económica así como los avances en materia de modelación.

5.2. Capitalización del BCCR

El BCCR muestra una posición deficitaria persistente desde hace más de tres décadas. El origen de esta situación se remonta a los años setenta, cuando el Banco Central incurrió en un alto nivel de endeudamiento externo para otorgarle financiamiento al Sector Público, (debido al régimen cambiario existente, esos préstamos se otorgaron con garantía cambiaria), se utilizaron para financiar actividades de interés de las autoridades, que luego demostrarían no tener la capacidad de generar ingresos para repagar la deuda correspondiente. Además, otra parte del endeudamiento del BCCR se canalizó a programas de crédito por medio de la banca comercial, en condiciones similares es decir, con garantía cambiaria.

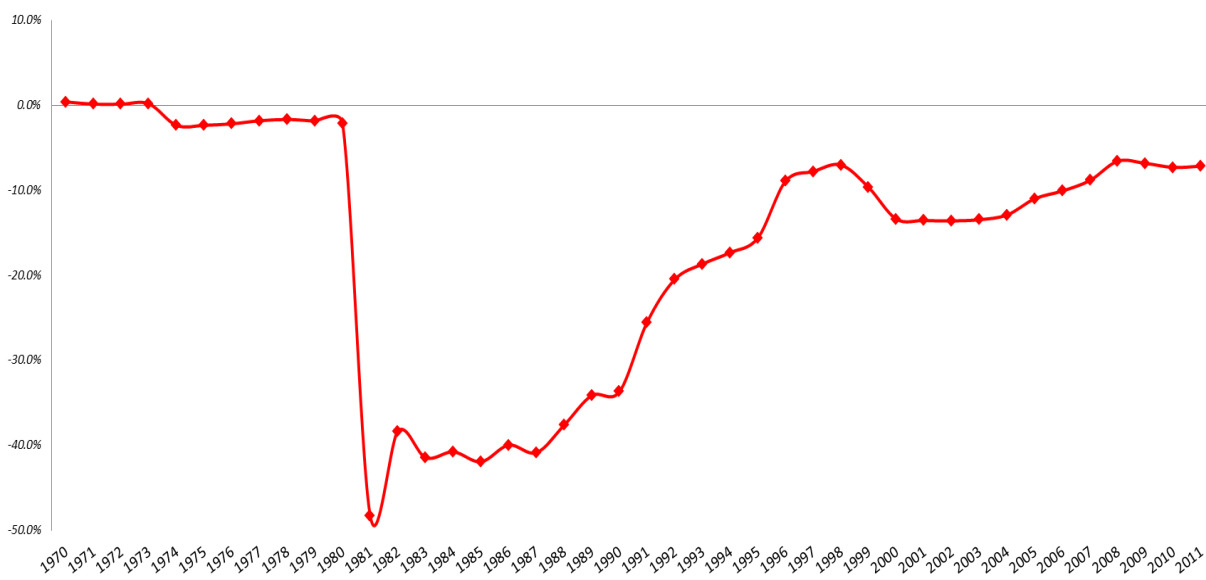
En algunos casos el subsidio no era solo cambiario sino que también de tasas de interés, por lo que el BCCR adquiriría un pasivo en condiciones de mercado internacional pero en contrapartida constituía un activo en condiciones concesionarias.

Se hace evidente la implicación que tuvo la falta de claridad en cuanto a los objetivos de la Institución, puesto que por mucho tiempo la búsqueda de la estabilidad interna compitió con la promoción del desarrollo económico del país, dando lugar a un

deterioro en el patrimonio del BCCR¹³, y una falta de correspondencia entre el costo de los pasivos y el rendimiento de los activos, pues los pasivos devengaban tasas de interés de mercado, en tanto que los activos tenían tasas subsidiadas y el riesgo cambiario de estas operaciones lo tenía el BCCR.

La segunda fuente estructural de desequilibrio monetario se asocia con las operaciones ejecutadas por el Banco Central para anular la monetización originada por operaciones cambiarias.

Gráfico 4. Banco Central de Costa Rica: Saldo de cuentas patrimoniales como proporción del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

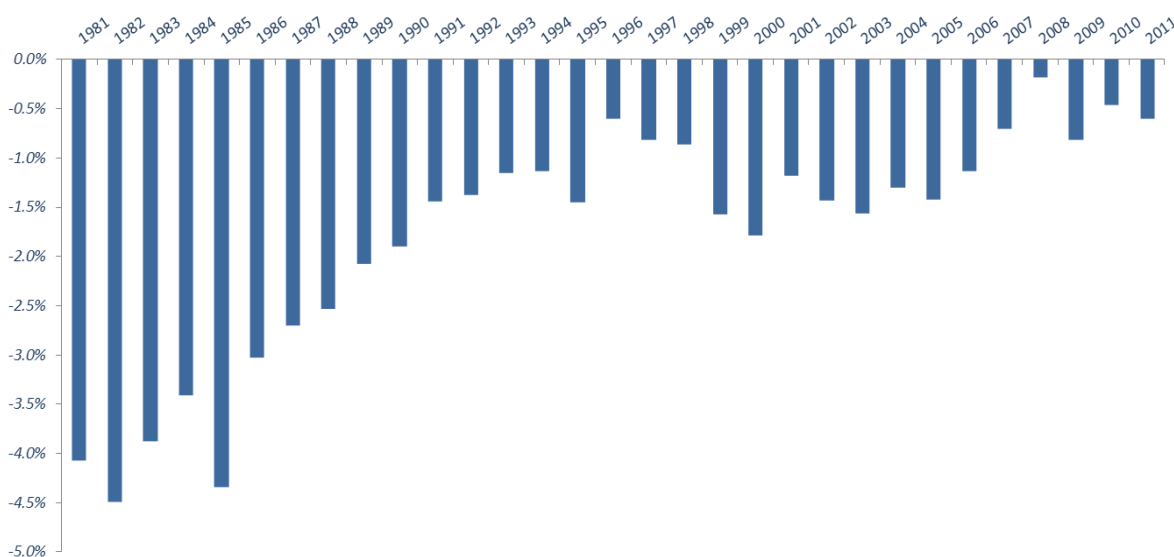
Si bien es cierto el Banco Central ha tomado algunas acciones en procura de controlar este desbalance, es claro que con los instrumentos disponibles no es posible, en el corto plazo, reducir significativamente su déficit y, dada su naturaleza y magnitud, su solución requiere del apoyo del Estado.

En reconocimiento de esta imposibilidad, en los últimos años el Gobierno ha realizado pagos de deuda y capitalizaciones parciales al Banco Central en dos oportunidades: i) a partir de 1999, al amparo de lo dispuesto en el artículo 175 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) y ii) en octubre del 2004, atendiendo lo dispuesto en el artículo 175 bis de la misma ley, operación que se completa en el 2007.

¹³ Los años 1980, 1981 y 1982, el saldo de Reservas Internacionales Netas fue negativo.

Pese a estos pagos parciales de capitalización, el problema de las pérdidas del BCCR persiste, sin embargo, existe voluntad por parte del Gobierno por subsanar esta situación, para ello el Ministerio de Hacienda y el BCCR presentaron en el 2008 un proyecto de ley con el cual se autoriza al Gobierno a capitalizar al Banco por el componente inflacionario de su déficit financiero, sin embargo, este Proyecto de Ley aún se encuentra en la corriente legislativa. (Proyecto de Ley 16998)

Gráfico 5. Banco Central de Costa Rica: Resultado Financiero como proporción del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

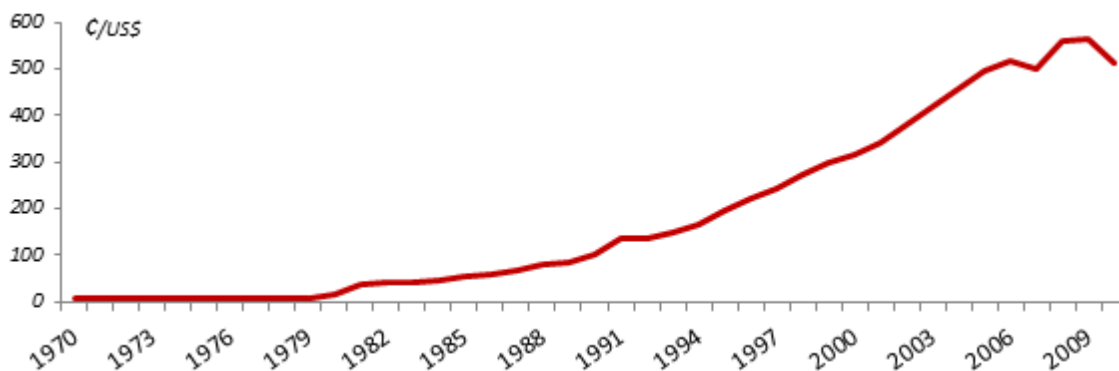
Debe mencionarse que los ejercicios de sostenibilidad de la inflación indican que la situación financiera del BCCR no es un obstáculo para avanzar hacia un régimen de metas de inflación; más aún, la situación patrimonial de la Institución mejoraría con el logro de inflaciones bajas y estables.

5.3. Flexibilidad cambiaria

Hasta el 2006, año en que se adopta un sistema de banda cambiaria, Costa Rica siguió un esquema de tipo de cambio fijo (paridad ajustable). Durante el periodo de fijación, es posible identificar dos episodios concretos de flotación cambiaria. El primero de ellos entre los años 1980 y 1982, periodo durante el cual la economía pasó por una situación de crisis caracterizada por altas tasas de inflación y contracción

económica, acompañada por una pérdida de reservas internacionales y limitado o nulo acceso a mercados internacionales de capitales.

**Gráfico 6. Costa Rica: Tipo de cambio nominal
-promedio anual-**



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El segundo episodio corresponde a los meses de marzo a julio de 1992. Durante este periodo se realizó la apertura de la cuenta de capitales que vino acompañada de un alto ingreso de capitales lo que generó una apreciación de la moneda nacional con respecto al dólar. La apreciación tomó por sorpresa a las autoridades y hubo fuertes críticas del sector exportador, por lo que la presión ejercida desde diferentes frentes llevó a que el BCCR retornara al sistema de paridad ajustable que se mantuvo hasta octubre del 2006.

Es por ello que previo a la flexibilización acordada en esta última fecha, se procuró una salida ordenada del régimen cambiario de paridad ajustable, se definió una estrategia de transición fundamentada en tres premisas básicas: flexibilidad, gradualidad y transparencia.

La flexibilidad cambiaria es inherente al proceso de migración hacia un esquema de meta de inflación, puesto que el objetivo principal es reducir en forma sostenible la inflación, lo cual requiere que el Banco tenga la posibilidad de utilizar la política monetaria para el logro de ese fin y eso solo es posible si se desliga la política monetaria de la defensa de determinada paridad cambiaria, de modo que sea el mercado y no una decisión administrativa lo que determine el nivel del tipo de cambio.

La premisa de gradualidad, buscó dar el espacio necesario para que los agentes económicos aprendieran a operar bajo este nuevo esquema.

Es así como el BCCR decidió a partir del 17 de octubre del 2006 adoptar un régimen de banda cambiaria, en sustitución del régimen de paridad ajustable (“minidevaluaciones”); no obstante, fue claro al indicar que la vigencia de este nuevo

régimen sería temporal. Bajo este esquema, la Junta Directiva del BCCR tiene la potestad de modificar los parámetros de la banda cambiaria con el objetivo de dar mayor espacio para que el tipo de cambio se ajuste, de modo que responda cada vez más a los fundamentales económicos y a las condiciones del mercado cambiario.

En un inicio, la amplitud de esta banda fue de un 3% (diferencia entre el techo y el piso), sin anunciar una paridad central. El piso de la banda se deslizaba a razón de $\phi 0,06$ diarios, lo que equivalía a un 2,94% anual, en tanto el techo se deslizaba en $\phi 0,14$ diarios, es decir 6,65% anual.

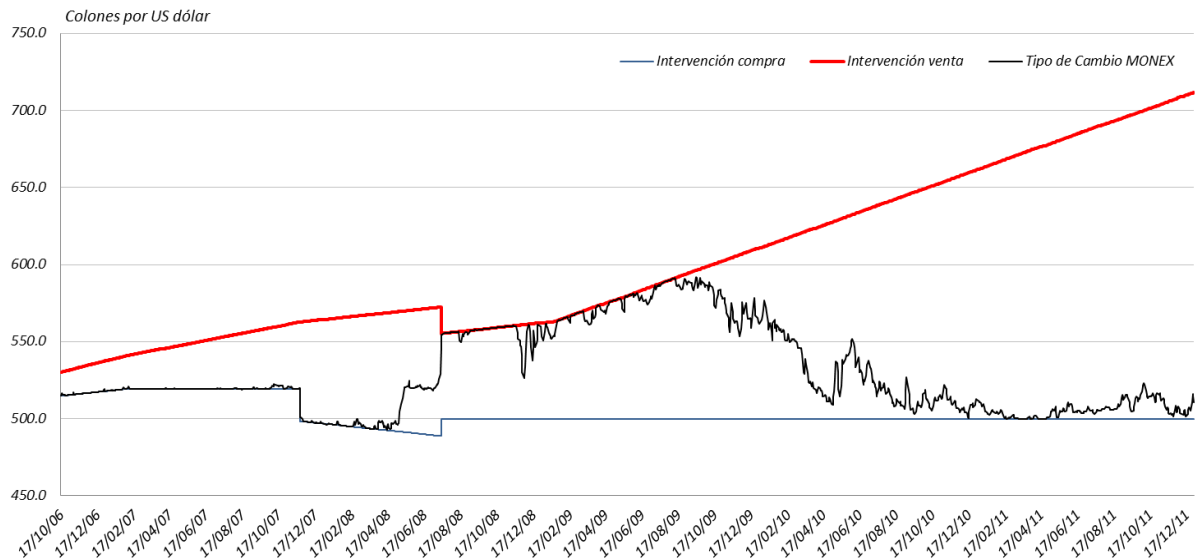
En Costa Rica, las transacciones de compra y venta de divisas pueden realizarse por medio de dos mercados: el Mercado de Monedas Extranjeras (Monex), y el mercado de “Ventanilla”. En ambos pueden participar personas físicas y jurídicas, en las transacciones de ventanilla no existe monto mínimo, en tanto que en la plataforma electrónica (Monex) el monto mínimo es de \$1.000.00 (mil dólares estadounidenses) operaciones de montos grandes o pequeños. La intervención del BCCR en el mercado cambiario con el objetivo de defender los límites de la banda o moderar las variaciones en el tipo de cambio (Intervención “intramarginal”) tiene lugar en el Monex. Es en este mercado en el que el BCCR compra divisas para atender requerimientos propios y del sector público no bancario (SPNB).

Siguiendo la premisa de transparencia, el BCCR publica en su sitio en Internet la siguiente información:

- i. Tipo de cambio de Monex, que consiste en el promedio ponderado del tipo de cambio de las negociaciones realizadas en este mercado, en tiempo real.
- ii. Tipos de cambio de “ventanilla”: precios de compra y de venta ofrecidos por los intermediarios cambiarios a sus clientes, para transacciones en sus cajeros físicos, cajeros automáticos, banca por internet o banca telefónica, en tiempo real.
- iii. Tipos de cambio de intervención: son aquellos a los cuales el BCCR compra o vende dólares, en los límites de la banda, a los participantes en el mercado de Monex.
- iv. Tipos de cambio para las operaciones del sector público no bancario (SPNB): son los que resultan de las negociaciones que el BCCR efectúa como gestor de divisas para ese grupo de entidades en Monex.
- v. Tipos de cambio de referencia: son calculados por el BCCR como un promedio de los tipos de cambio anunciados el día anterior en ventanilla de las entidades autorizadas para participar en el mercado cambiario.
- vi. En tiempo real las cotizaciones de compra y venta así como montos ofrecidos y demandados en el Monex.

La participación del Banco Central en el mercado cambiario está regulada por el Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado (ROCC) y demás normativas vigentes, al amparo de la Sección VI del Capítulo II (“Política Monetaria, Financiera y Cambiaria”) de su Ley Orgánica.

Gráfico 7. Costa Rica: Tipo de cambio nominal intervención venta y compra del BCCR y tipo de cambio promedio ponderado de MONEX



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Transcurridos seis años de instaurada la banda cambiaria, es posible identificar algunos resultados directamente asociados a una mayor flexibilidad.

El tipo de cambio ha tendido a ser menos predecible y muestra una volatilidad moderada; el Banco Central ya no provee el 100% del denominado “seguro cambiario” a los agentes económicos, quienes han tenido que aprender a administrar el riesgo cambiario, producto de ello la dolarización financiera de la economía se ha ido reduciendo y las posiciones propias de los intermediarios se han hecho más balanceadas, y se aprecia una menor concentración en la participación de algunos intermediarios en el mercado de cambios.

El efecto traspaso del tipo de cambio hacia los precios se ha reducido a partir de octubre del 2006; la inflación interanual promedio experimentada con posterioridad al

cambio de régimen (8,47% anual) es inferior al promedio interanual de los cuatro años previos a esta modificación (11,86% anual).¹⁴

Esta mayor flexibilidad cambiaria, abrió espacio para que el BCCR pueda utilizar la tasa de interés de corto plazo como instrumento de política monetaria. Es posible identificar una mejora en el traspaso de los movimientos de la tasa de política monetaria al espectro de tasas del sistema financiero nacional a partir de la modificación del régimen cambiario en octubre del 2006; sin embargo, dos características importantes alrededor de este fenómeno son: primero que el traspaso no es total, y que su efecto se completa transcurridos en promedio 9 meses luego de una innovación en la TPM.

5.4. Gestión de liquidez

La efectividad de la política monetaria bajo un esquema de Metas de Inflación requiere que un banco central tenga un instrumento monetario independiente, idealmente la tasa de interés de corto plazo. Para que este instrumento monetario funcione adecuadamente, el banco debe tener la capacidad de intervenir de forma efectiva en los mercados de liquidez, estableciendo el costo marginal de los fondos para la banca comercial, lo cual se esperaría afecte el resto de tasas de interés de la economía.

En Costa Rica la evidencia indica algún grado de poder oligopólico en la banca comercial, la movilización del ahorro financiero se concentra en algunos bancos, lo que provoca distorsiones en el sistema financiero. Esta característica constituye una limitación para que la tasa de interés de corto plazo funcione adecuadamente para efectos de control monetario.

En vista de ello, desde el anuncio de la intención de migrar a metas de inflación, el BCCR empezó a trabajar en el diseño de una estrategia de control monetario y crear las condiciones adecuadas para que la tasa de interés de corto plazo constituya el principal instrumento de política monetaria.

El BCCR se ha preocupado por informar sobre los avances en este campo. Específicamente en los Informes de Inflación de enero y julio del 2006, enero del 2007, noviembre del 2009 y los publicados en el 2010. Finalmente, en junio del 2011 en conferencia de prensa se dio a conocer el Ejercicio Diario de Seguimiento de la

¹⁴ Del 2009 al 2011, la inflación interanual promedio fue de 6,2%. Para el periodo enero a agosto del 2012, este promedio es de 4,4%.

Liquidez junto con una definición de Tasa de Política Monetaria. Seguidamente se comentan los principales aspectos de esta estrategia.

En el 2008, la Junta Directiva aprobó las “Políticas Generales para la Administración de Pasivos”, como parte de las acciones que buscaron separar las operaciones para la administración de la deuda de largo plazo del BCCR, de aquellas orientadas a la gestión de la liquidez sistémica.

Ese mismo año, se aprueba un cambio en la normativa de control de encajes, cuyo objetivo fue permitirle al BCCR conocer con mayor antelación el monto exacto que cada entidad financiera deberá trasladarle por ese concepto.

Una particularidad de los participantes en el sistema financiero costarricense, es que tienden a concentrar recursos en instrumentos de muy corto plazo, superior a los que se consideraría como capital de trabajo. Por tanto, a finales del 2009, se tomaron algunas medidas para incentivar a los intermediarios a trasladar los recursos “ociosos” depositados en el BCCR a plazos superiores a 270 días, con el objetivo de “secar” el mercado de liquidez, y crear las condiciones más adecuadas para la intervención diaria del BCCR en este mercado.

Es precisamente ese año, el 4 de agosto, en que inicia operaciones el Mercado Integrado de Liquidez (MIL). Esta plataforma de negociación permite la participación de todas las entidades sujetas a supervisión por parte de SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE.

A pesar de los avances comentados anteriormente, aún quedaban tareas pendientes para facilitar la intervención activa del BCCR en el mercado de liquidez. Dentro las que se señalaban la necesidad de una definición clara de tasa de política monetaria y el diseño de un ejercicio diario de liquidez. Estos dos elementos se comentan de seguido.

6. La política monetaria a partir de junio del 2011

Parte central de la nueva estrategia de control monetario es la definición clara de la Tasa de Política Monetaria (TPM). Por mucho tiempo, la tasa de interés de los Bonos de Estabilización Monetaria fue la referencia más cercada a una tasa de política monetaria del BCCR; no es sino hasta febrero del 2004 cuando se introduce el concepto de tasa de política monetaria haciendo referencia a la tasa de captación a 30 días plazo (Artículo 9 del Acta de la Sesión 5176-2003).

A partir de ese momento, la Autoridad Monetaria modificó en varias oportunidades lo que consideraba su TPM. Como se indicó, en un inicio fue una tasa pasiva, luego la

redefinió como una tasa activa en el Mercado Interbancario (MIB) a un día plazo. (28 de mayo del 2008, Artículo 7 del Acta de la Sesión 5379-2008).

El 1 de junio del 2011 que la Junta Directiva del BCCR redefinió el concepto de TPM de la siguiente forma:

“Se define la Tasa de Política Monetaria como la tasa de interés objetivo del Banco Central de Costa Rica. Este indicador corresponde a la tasa de interés que utiliza el Banco Central de Costa Rica como referencia para conducir el costo de las operaciones a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez dentro de un corredor formado por las tasas de interés de sus facilidades permanentes de crédito y de depósito en este mercado.”

La estrategia de control monetario se basa en una estimación diaria que realiza el BCCR de la liquidez en el sistema financiero, en función de la cual decidirá su participación en el mercado ya sea inyectando o contrayendo liquidez, mediante Operaciones Diferidas de Liquidez (ODL¹⁵) a un día plazo en subasta, con el propósito de que la tasa de interés promedio del MIL se ubique en los linderos de la tasa de política monetaria.

Para determinar los montos de las operaciones de contracción o inyección, el BCCR diseñó un ejercicio de seguimiento diario de la liquidez, que hace posible un afinamiento de la política monetaria con ODL a un día plazo.

Esto permite que desde el 3 de junio del año 2011, el BCCR ejecute su política monetaria mediante la definición de un objetivo para la tasa de interés interbancaria diaria, es decir, la tasa a la cual los intermediarios financieros se otorgan créditos entre ellos a un día plazo (“overnight”). Operacionalmente el Banco ejecuta su política monetaria influyendo sobre la cantidad de fondos prestables o liquidez en este mercado interbancario, procurando que la tasa de interés resultante se iguale a la de política monetaria.

Si la oferta (demanda) de fondos que hace el Banco Central en este mercado satisface la demanda (oferta) por liquidez de los intermediarios, la tasa de interés del mercado de liquidez deberá ubicarse cerca de la TPM.

Como complemento, la introducción de instrumentos de captación e inyección a 7 y 14 días apoya el control de la liquidez del sistema mediante subastas (de contracción o inyección) en el MIL a esos plazos. Estas intervenciones dan la posibilidad de controlar

¹⁵ Figura que operacionalmente corresponde a las transacciones que en otras partes del mundo realizan los bancos centrales con “reportos”.

la liquidez cuando se detecte una alta concentración de recursos en las facilidades a un día plazo que se considere sean de carácter transitorio.

Gráfico 8. Costa Rica. Tasa interés de política monetaria y tasa promedio en el Mercado Integrado de Liquidez
-Puntos porcentuales-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Si bien la puesta en práctica de este nuevo esquema de control monetario es reciente, no se han observado desvíos sistemáticos entre la tasa de interés interbancaria y la tasa de política monetaria.

7. Tareas pendientes

Queda claro de lo expuesto hasta ahora, que el BCCR ha sido proactivo en cuanto a ir construyendo el camino para la adopción exitosa de un esquema de meta de inflación. La consolidación de esta estrategia dependerá de la capacidad de avanzar en aspectos como: credibilidad, flotación cambiaria y efectividad de la política monetaria, como se señala seguidamente.

7.1. Consolidar el proceso de flexibilidad cambiaria

Si bien el régimen de banda cambiaria evidencia la corrección de algunos de los problemas del régimen cambiario previo, tiene la particularidad de que todavía conlleva compromisos con los tipos de cambio de intervención, que limitan el accionar

de la política monetaria. Por tanto, el próximo paso es avanzar en la flexibilización cambiaria, es decir, abandonar el régimen de banda cambiaria y adoptar un esquema de flotación.

Ahora bien, el BCCR deberá definir las características del nuevo esquema de flotación, y dentro de ellas las políticas de intervención cambiaria, procurando que éstas no comprometan la meta de inflación.

Se hace necesaria una discusión sobre cuál deberá ser la reacción del Banco Central ante eventos como volatilidades excesivas del tipo de cambio nominal, desalineamientos persistentes del tipo de cambio real con respecto al equilibrio¹⁶; o bien, los desvíos de las reservas internacionales con respecto a un nivel que se considere adecuado u óptimo.

Evidentemente, cada uno de los aspectos señalados trae consigo interrogantes adicionales: ¿cómo definir volatilidad excesiva?, ¿cuándo se considera que el tipo de cambio real se encuentra desalineado?, de ser así, ¿es este desalineamiento transitorio o permanente?, ¿cuál nivel de reservas internacionales considera adecuado el Banco Central? La respuesta a estas preguntas ha generado algunos estudios para orientar la toma de decisiones¹⁷.

Otra consideración importante es que en la medida que el mercado enfrente una mayor flexibilidad cambiaria, se incrementará la incertidumbre sobre los rendimientos esperados y la situación patrimonial de los agentes económicos que mantienen operaciones en moneda extranjera. Esta situación hace necesario el desarrollo de un mercado de derivados que les permita cubrirse del riesgo cambiario.

Al respecto, el BCCR y el CONASSIF han emitido la normativa necesaria para regular estas operaciones en Costa Rica. Básicamente la normativa vigente a la fecha está compuesta por tres reglamentos: Reglamento para las Operaciones con Derivados Cambiarios (RODC), el Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios (Acuerdo SUGEF 9-08) y el Reglamento sobre contratos de Diferencia, ésta último emitido por la Bolsa Nacional de Valores. No obstante, dado que este mercado aún es incipiente, y la baja variabilidad del tipo de cambio nominal, este mercado genera altos volúmenes de transacción por lo que se plantea la interrogante de si debe el BCCR diseñar estrategias para impulsar su desarrollo.

¹⁶ Como parte de los esfuerzos por contar con mejor información, el BCCR inició en el año 2012 el diseño y estudio de nuevos indicadores de tipo de cambio real, tanto multilateral como bilateral. Para evaluar la presencia de posibles desalineamientos del tipo de cambio real, se dispone de un modelo basado en fundamentales, (BEER). Torres (2009) y León (2012).

¹⁷ Véase, Funk y Segura (2012); Rodríguez y Vindas (2012).

Si bien el régimen de banda cambiaria fue anunciado como transitorio, aspecto en el que el Banco Central ha insistido repetidamente, lo cierto es que existe incertidumbre sobre cuándo se tomará la decisión de ir a flotación. Esta incertidumbre podría comprometer la credibilidad de los agentes económicos en la política de la Institución y en su compromiso con el objetivo de estabilidad interna de la moneda, puesto que el objetivo cambiario parece mantenerse.

7.2. Fortalecer la estabilidad del sistema financiero

Dos de los objetivos subsidiarios que menciona el Artículo 2 de la LOBCCR son: promover la eficiencia del sistema de pagos y mantener su normal funcionamiento; y promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo. Como reconocimiento de que el normal funcionamiento del sistema de pagos y la eficiencia y competitividad del sistema financiero son determinantes de la estabilidad macroeconómica.

En el caso costarricense, el sistema financiero muestra indicadores de solvencia en niveles aceptables, prueba de ello es que no se han presentado mayores consecuencias producto de la prolongada crisis financiera que afecta el mundo desde el 2007.

Reconociendo que existen mejoras que se puede promover con el fin de contribuir con el mejor funcionamiento del sistema financiero y aumentar la transparencia y credibilidad, en el 2010 el BCCR junto con el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) presentaron un proyecto de Ley ante la Asamblea Legislativa (Expediente No. 17.766) denominado *Ley del Sistema de Seguro de Depósitos y Resolución Bancaria*.

Con la aprobación de este proyecto, se busca robustecer al BCCR en su calidad de prestamista de última instancia y fortalecer la red de seguridad financiera, sin embargo, este proyecto aún se encuentra en la corriente legislativa.

En el ámbito de la estabilidad del sistema financiero, debe señalarse que en Costa Rica aún no se cuenta con un sistema de regulación y supervisión de carácter macroprudencial de acuerdo con lo que dictan actualmente las mejores prácticas.

Para abordar este tema, se conformó un equipo técnico con representantes tanto de Banco Central como de los entes supervisores del sistema financiero, que deberá proponer la forma adecuada de abordar este tema en el corto plazo. Es claro que la coordinación es un elemento crítico por tanto debe promoverse una discusión abierta y

definir una estrategia conjunta, estableciendo con claridad la responsabilidad de cada una de las instituciones involucradas.

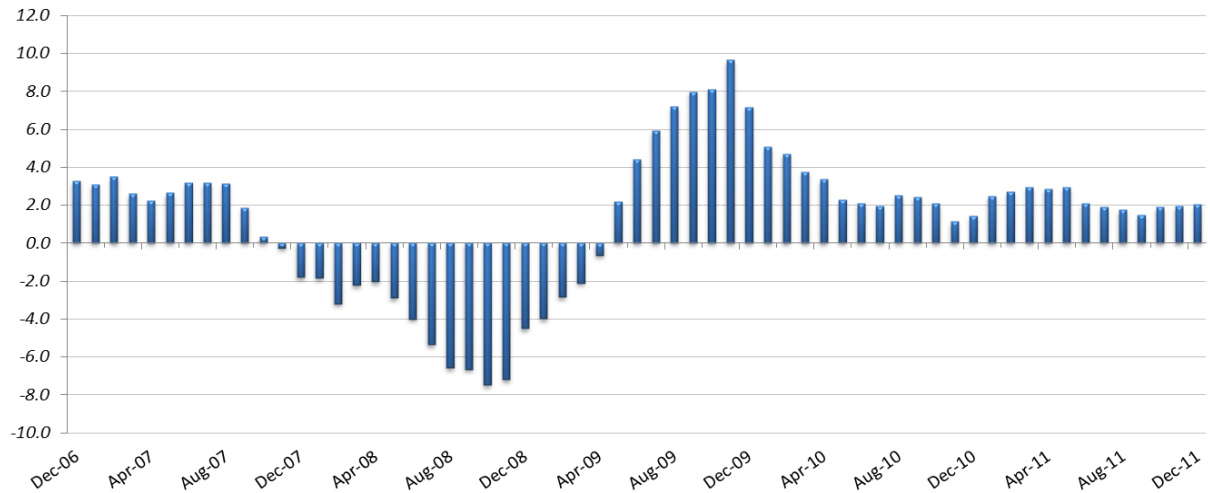
7.3. Consolidar el nivel de credibilidad del Banco Central de Costa Rica

Es reconocido que dentro de un esquema monetario de meta explícita de inflación, la credibilidad es uno de los principales activos de un banco central. El grado de credibilidad puede ser medido por la capacidad que tiene el banco de anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos a la inflación meta anunciada, de forma que se mantenga dentro del rango meta aun cuando la inflación efectiva muestre desvíos transitorios.

La comparación entre las expectativas de inflación¹⁸ y la inflación efectiva en el Gráfico 9, sugiere que durante el año 2008 y la primera parte del 2009, los agentes económicos mostraron alguna confianza en la capacidad del Banco Central para lograr su meta inflacionaria, sin embargo, los desvíos que efectivamente se experimentaron en esos años, minaron esa confianza y aún ahora, luego de más de 28 meses de una inflación controlada, las expectativas muestran resistencia a ubicarse dentro del rango meta comunicado por el Banco Central. (Gráfico 10)

¹⁸ Estas expectativas son recopiladas mediante la “Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio”.

Gráfico 9.
Costa Rica: Diferencia entre inflación observada y
expectativa de inflación¹⁹
 -En puntos porcentuales-

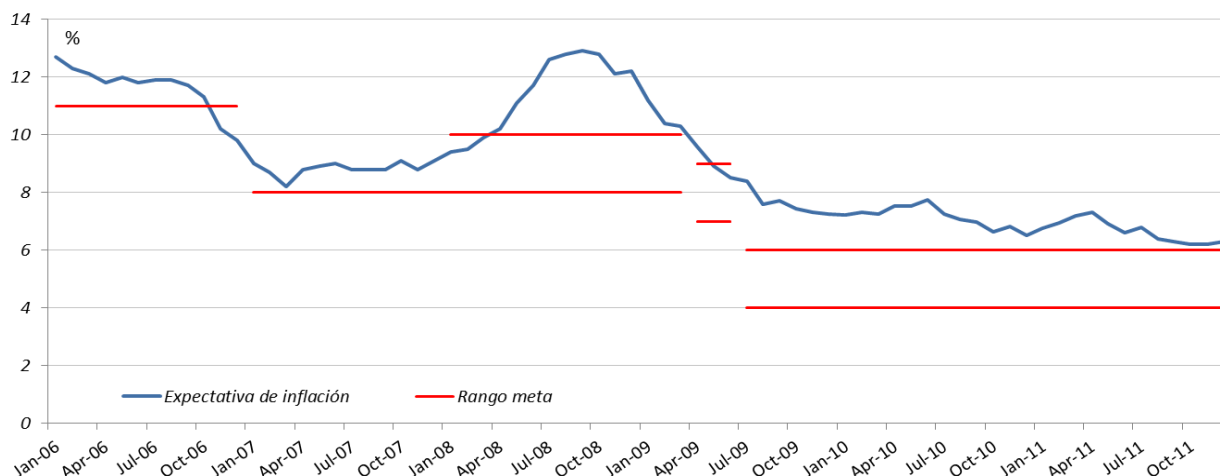


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Al evaluar el proceso de formación de expectativas de inflación, se concluye que además de un componente inercial importante, y del anuncio de la meta de inflación, los agentes económicos aún “castigan” al Banco por desvíos observados en el pasado entre la inflación efectiva y la meta que el BCCR anunció.

¹⁹ Corresponde a la diferencia en puntos porcentuales entre la expectativa de inflación formulada en t para t+12 y la inflación efectivamente observada en t+12.

Gráfico 10.
Costa Rica. Meta de Inflación y Expectativas de inflación a 12 meses
 Enero 2006 a Diciembre 2011



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Reconociendo que el mecanismo por el cual se genera credibilidad, de la mano del control efectivo de la inflación, es el fortalecimiento de los canales de comunicación y la transparencia con el público, desde el mes de junio del 2011 el BCCR publica en su página WEB el “Comentario sobre la economía nacional”. En este documento el BC expone su percepción sobre el entorno macroeconómico, así como la orientación de su política y los cambios que realice en el conjunto de instrumentos para el control monetario.

Esta nueva publicación se une a los medios existentes como el Informe de Inflación de periodicidad semestral; la Memoria Anual y el Programa Macroeconómico y sus respectivas revisiones. De igual modo, se ha procurado un mayor acercamiento de las autoridades con el público, tanto por medio de conferencias de prensa como con la participación en diversos foros empresariales y académicos. Se busca con ello fortalecer a las expectativas económicas como canal de transmisión de la política monetaria.

Ahora bien, si el funcionamiento de este canal de transmisión de la política monetaria indica que, el anclaje de las expectativas inicia con el anuncio de un objetivo inflacionario, este objetivo debe ser claro, mostrando el compromiso firme de la Institución con la estabilidad de precios, por encima de otros objetivos.

8. Consideraciones finales

El Banco Central tiene como uno de sus principales objetivos mantener la estabilidad de precios, tal como está contemplado en el Artículo 2 de su Ley Orgánica y así lo ha comunicado en repetidas ocasiones a la comunidad; sin embargo, esta definición es susceptible de mejora en la medida en que los otros dos objetivos que el citado artículo también ubica como principales, estabilidad externa y libre conversión de la moneda, dejen de estar al mismo nivel.

El tema de la comunicación y transparencia es motivo de preocupación, se realizan conferencias de prensa y se organizan intercambios con algunos sectores de la población, principalmente empresarios e intermediarios financieros, cuando se anuncia el Programa Macroeconómico y sus revisiones, sin embargo, no sucede lo mismo cuando se publica el Informe de Inflación.

Adicionalmente, se tiene establecido un cronograma para las reuniones de Junta Directiva en las cuales se da seguimiento a la coyuntura económica y se toman decisiones en materia de política monetaria, pero este calendario aún no es público, a diferencia de lo que sucede en otros bancos centrales.

Debe reconocerse que se realizó un gran avance en este tema precisamente en junio del 2011, cuando el BCCR anunció que posterior a estas reuniones estará publicando un informe en el que comunicará y explicará su decisión en cuanto a la tasa de política monetaria. A pesar de que se introdujo en una conferencia de prensa, este instrumento de comunicación todavía no es de conocimiento generalizado en la población.

Igual observación debe hacerse en lo que se refiere a rendición de cuentas, si bien el Banco Central debe brindar un informe a la sociedad con la Memoria Anual, (Artículo 16 de su Ley Orgánica); y además, semestralmente publica su Informe de Inflación, hasta hace poco no existía la obligación del Presidente de rendir cuentas ante la Asamblea Legislativa (Congreso).

En la medida en que se logre avanzar en el tema de transparencia, comunicación y rendición de cuentas, es de esperar que las expectativas inflacionarias se acerquen a la meta y se facilite con ello el logro del objetivo inflacionario.

Desde finales de la década de los noventa, el Gobierno ha realizado dos capitalizaciones parciales al BCCR y existe una propuesta para dar una solución de largo plazo al problema de las pérdidas de la Institución (Proyecto de Ley 16.998). Sin embargo, los ejercicios de sostenibilidad de la inflación indican que la situación financiera del BCCR no es un obstáculo para avanzar hacia un régimen de metas de inflación.

No obstante, existen elementos que escapan al ámbito de acción del BCCR. El inicio del proceso de migración hacia metas de inflación se realizó en una coyuntura de superávit fiscal y en medio de un esfuerzo significativo por mejorar las finanzas públicas; no obstante, del año 2009 a la fecha se observa un deterioro que coloca la deuda pública en un sendero insostenible.

Existe una gran preocupación por el persistente y elevado déficit del sector público, puesto que su financiamiento obligará al Gobierno a presionar en el mercado financiero compitiendo por los recursos con mayores tasas de interés, restando grados de libertad al accionar del BCCR.

No solucionar el problema de las finanzas públicas podría llevar a que la situación deficitaria del BCCR se agrave, en un ambiente en que es difícil pensar en una capitalización por parte del Gobierno. Esto eventualmente llevaría a subordinar la política monetaria a consideraciones de naturaleza fiscal poniendo en riesgo el logro de la meta inflacionaria.

Otro tema que será objeto de discusión en el futuro cercano es el anuncio mismo del valor numérico de la meta o del rango meta de inflación, y junto con ello si deberá corresponder a una meta de mediano plazo. En repetidas ocasiones el BC ha dicho que su objetivo es converger a la inflación de los socios comerciales de Costa Rica, sin hacer explícito cuál es ese valor.

Transcurridos siete años desde la comunicación de la voluntad de la Junta Directiva del BCCR de migrar a un régimen de meta explícita de inflación, la visión de consolidar este régimen se mantiene, y se enfatiza en el proceso de comunicación con el público, insistiendo en que *“la inflación es un impuesto regresivo y, en el tanto sea baja y estable facilita la toma de decisiones de ahorro e inversión y, como resultado de ello, incide positivamente en la generación de nuevas inversiones y de empleo; por tanto, la mejor contribución que el BCCR puede hacer a la sociedad es mantener una inflación baja y estable.”*

Sin embargo si se desea migrar a un esquema de MI se requiere mayor flexibilidad cambiaria, abandonar la banda que se anunció desde un inicio como temporal; y adoptar un régimen de flotación.

Costa Rica ha introducido reformas significativas, en especial durante los últimos siete años que lo ubican cada vez más cerca de consolidar la adopción de un esquema de Meta de Inflación. El proceso de ajuste hacia este nuevo régimen monetario trae algunos costos; no obstante sostener la decisión por tiempo indefinido también tiene un costo.

9. Referencias

Álvarez (2012) “Déficit en cuenta corriente coherente con flujos de capitales de largo plazo”. Documento de Trabajo DEC-DIE-DT-007-2012. Banco Centran de Costa Rica.

Álvarez y León (2011) “Tipo de cambio real de equilibrio para Costa Rica: Enfoque *Fundamental Equilibrium Exchange Rate* (FEER)”. Documento de Investigación en proceso. Banco Central de Costa Rica.

Banco Central de Costa Rica. Informe de Inflación. Varios años.

Banco Central de Costa Rica. Informes de “Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio”. Varios meses.

Castrillo, Mora y Torres (2008) “Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Costa Rica: periodo 1991-2007” Documento de Investigación 07-2008. Banco Central de Costa Rica.

Chaverri y Torres (2010) “Dinámica inflacionaria y persistencia en Costa Rica: periodo 1953-2009”. Documento de Investigación 02-2010. Banco Central de Costa Rica.

Delgado (2000) “La política monetaria en Costa Rica: 50 años del Banco Central” Banco Central de Costa Rica.

Durán, Quirós y Rojas (2009) “Análisis de la competitividad del sistema financiero costarricense”. Documento de Investigación DEC-AAE-130-2009. Banco Central de Costa Rica.

Esquivel y Rojas (2007) “Estimación del producto potencial para Costa Rica: 1991-2006”. Documento de Investigación 02-2007. Banco Central de Costa Rica.

Funk y Segura (2012) “Estimation of Optimal International Reserves for Costa Rica: Micro-Founded Approach” Departamento de Investigación Económica. DEC-DIE-DI-01-2012. Banco Central de Costa Rica.

León (2012) “Estimación del tipo de cambio real de equilibrio para Costa Rica: un enfoque basado en fundamentales”. Documento en proceso. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.

Monge y Muñoz (2011) “El traspaso de cambios en la tasa de interés de política monetaria hacia las tasas de interés del sistema financiero costarricense”. Documento de Investigación DEC-DIE-DI-03-2011. Banco Central de Costa Rica.

- Monge y Torres (2010)** “Costa Rica: Estimación del déficit en Cuenta Corriente coherente con flujos de capital de largo plazo sostenibles. Periodo 1999-2009”. Documento de Trabajo. DEC-DIE-DT-05-2010. Banco Central de Costa Rica.
- Muñoz y Tenorio (2008)** “El Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad cambiaria”. Documento de Investigación 08-2008. Banco Central de Costa Rica.
- Muñoz (2009)** “Estimación del producto potencial y la brecha del producto para Costa Rica, periodo 1992-2009” DEC-DIE-059-2009. Banco Central de Costa Rica.
- Rodríguez (2010)** “Análisis de la evolución del coeficiente de *pass-through* mediante regresiones recursivas” Documento de Trabajo DEC-DIE-024-2010. Banco Central de Costa Rica.
- Rodríguez y Vindas (2012)** “Aproximación de patrones estacionales en el mercado cambiario de Costa Rica: 2006-2012”. Documento de Trabajo DEC-DIE-DT-04-2012. Departamento de Investigación Económica. Banco Central de Costa Rica.
- Torres (2009)** “Tipo de cambio real de equilibrio para Costa Rica: enfoque “Behavioral Equilibrium Exchange Rate” (BEER) Periodo 1991q1- 2009q2” Documento de Investigación DEC-DIE-046-2009. Banco Central de Costa Rica.
- Torres (2011)** “Costa Rica: Determinación de cambios estructurales en el nivel de la tasa de inflación: periodo 1997-2011” Documento de Trabajo. DEC-DIE-DT-010-2011. Banco Central de Costa Rica.