



DOCUMENTO DE TRABAJO
N.º 013 | 2012

El déficit del Banco Central de Costa Rica como fuente estructural de expansión monetaria

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.

El déficit del Banco Central de Costa Rica como fuente estructural de expansión monetaria

Evelyn Muñoz Salas*

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

Resumen

En repetidas ocasiones, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) ha insistido en la existencia de dos fuentes estructurales de desequilibrio monetario que en el largo plazo explican la inflación en Costa Rica; por un lado está el déficit financiero del Banco Central; y por otro, el régimen cambiario de paridad reptante (“minidevaluaciones”) vigente de 1984 hasta octubre del año 2006. Este documento se concentra en la primera de las fuentes señaladas anteriormente, destacando las causas del déficit financiero del Banco Central, así como el efecto que tienen sobre el control monetario.

Palabras clave: Política monetaria, Déficit, Banca Central.

Clasificación JEL: E31, E58.

* Departamento de Investigación Económica. División Económica, BCCR. munozse@bccr.fi.cr

The Central Bank of Costa Rica's Deficit as a Structural Source of Monetary Expansion

Evelyn Muñoz Salas[†]

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

Key words: Monetary policy, Deficit, Central Banking.

JEL codes: E31, E58.

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

Contenido

1. Introducción.....	1
2. Política monetaria y resultado financiero de un banco central.....	2
3. Evolución del estado de resultados del Banco Central: 1981-2011	7
4. Efectos del estado de resultados del Banco Central sobre el control monetario	15
5. Consideraciones finales	18
6. Bibliografía:	20
7. Anexo: La tasa de inflación a partir de la condición de equilibrio del mercado monetario	21

El déficit del Banco Central de Costa Rica como fuente estructural de expansión monetaria

1. Introducción

En repetidas ocasiones, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) ha insistido en la existencia de dos fuentes estructurales de desequilibrio monetario que en el largo plazo explican la inflación en Costa Rica; por un lado está el déficit financiero del Banco Central; y por otro, el régimen cambiario de paridad reptante (“minidevaluaciones”) vigente de 1984 hasta octubre del año 2006¹.

Este documento se concentra en la primera de las fuentes señaladas anteriormente, destacando las causas del déficit financiero del Banco Central, así como el efecto que tienen sobre el control monetario.

La relación entre la situación financiera de un banco central y su efectividad en términos del control de la inflación es un tema de creciente interés en la literatura monetaria. Al respecto, Klüh y Stella (2008) indican que este interés se debe principalmente a las siguientes razones²:

- i) La mayor integración financiera internacional en la cual los mercados emergentes cobran importancia; en particular los países cuyos bancos centrales exhiben persistentemente una situación financiera débil.
- ii) Una gran acumulación de reservas internacionales en países emergentes que trae consigo una mayor exposición a pérdidas por fluctuaciones cambiarias.
- iii) La turbulencia financiera que se manifestó a partir del año 2008, puso en evidencia que las crisis financieras pueden, en corto tiempo, modificar la estructura de los balances de los bancos centrales, cambiando su perfil de riesgo.
- iv) El reconocimiento a nivel internacional de la importancia de otorgar mayor independencia a los bancos centrales en la variedad de instrumentos que pueden usar en la ejecución de su política monetaria.

¹ La presencia de distorsiones que dificultaban un control efectivo de la liquidez sistémica, fue señalada hasta hace poco tiempo como una tercera fuente estructural de desequilibrio monetario, puesto que dificultaba al Banco Central una intervención efectiva en el mercado de liquidez, impidiéndole utilizar la tasa de interés como instrumento de política monetaria.

² Véase, Klüh, Ulrich y Peter Stella (2008).

- v) La adopción de estándares de transparencia y rendición de cuentas por parte de los bancos centrales alrededor del mundo.

Cuando se discute el tema de las pérdidas de un banco central, son básicamente tres aspectos los relevantes. En primer lugar, ¿cuáles son las causas del deterioro de la posición financiera de un banco central? En segundo lugar, comprender ¿por qué es relevante, desde el punto de vista de la política monetaria, la situación financiera de un banco central? Y finalmente, ¿cuáles son las consecuencias de no tomar las acciones requeridas para reducir esta vulnerabilidad?

Este documento se estructura de la siguiente forma: además de la presente introducción, el segundo apartado hace referencia a la relación entre la política monetaria y el resultado financiero de un banco central. La evolución del estado de resultados del Banco Central de Costa Rica se expone en el apartado tres, destacando las causas de la situación deficitaria de la Institución y la limitación que esto representa para el control monetario y por ende de la inflación. En un cuarto apartado se presentan algunas proyecciones de mediano plazo que sustentan la hipótesis de que la situación financiera del BCCR no es un obstáculo para avanzar hacia un régimen de metas de inflación; más aún, la adopción de este régimen daría lugar a un “círculo virtuoso” donde el logro de una inflación baja y estable favorecería la situación patrimonial del Banco. Finalmente, se destacan las principales conclusiones de este estudio.

2. Política monetaria y resultado financiero de un banco central

Antes de entrar a analizar la evolución de la situación financiera del BCCR, resulta útil repasar cuál es la relevancia de este tema, y entender por qué, con frecuencia, está presente en las discusiones de política monetaria.

Existe un alto acuerdo en el pensamiento económico en que la causa principal de la inflación en el largo plazo está asociada con los excesos monetarios, esta idea fue expresada por Friedman (1963) en su frase “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario”³. Aunque se reconoce la posibilidad de que en el corto plazo choques de oferta o demanda desvíen la inflación de su trayectoria de largo plazo.

La Teoría Cuantitativa del Dinero permite mostrar con claridad conceptual la afirmación de Friedman. Este enfoque parte de la llamada Ecuación de Cambio (Fischer, 1911) que establece que la cantidad de dinero (M) por la velocidad de circulación (V , veces que el dinero cambia de manos), es igual al valor de las transacciones que se realizan en una economía ($P*Y$, precio por cantidad). En términos algebraicos sería:

³ Véase, Friedman, M. (1963)

$$M \cdot V = P \cdot Y \quad (1)$$

Intuitivamente, esta ecuación dice que si el nivel de producto y la velocidad de circulación del dinero permanecen relativamente estables, cambios en la oferta monetaria están relacionados directamente con la inflación. Dicho de otra forma, cualquier cambio en la cantidad de dinero que no esté acompañado por cambios en la producción real de la economía, necesariamente se reflejará en variaciones en el nivel de precios. En el largo plazo la inflación se produce cuando la cantidad de dinero crece a una tasa más acelerada que el producto real. Este postulado puede plantearse de la siguiente forma:

$$\Rightarrow M = P \cdot \frac{Y}{V} \quad (2)$$

$\frac{\text{"Oferta" nominal}}{\text{Demanda nominal}}$

Ahora bien, la demanda real por dinero puede expresarse como una función que depende del crecimiento real, de la forma: $M_t^{dR} = A \cdot y_t^\delta \cdot e^\mu$. Entonces, la condición de equilibrio en el mercado monetario viene dado por: $M_t^s = P_t \cdot M_t^{dR}$, lo que permite expresar el nivel general de precios como la relación entre el acervo nominal y la demanda real por dinero⁴:

$$P_t = \frac{M_t^s}{M_t^{dR}} \quad (3)$$

Donde:

M^{dR} : *demanda real por dinero*

M^s : *acervo nominal*

Y : *nivel de producción real*

P : *nivel general de precios*

A : *variable de escala*

δ : *elasticidad ingreso*

μ : *término de error estocástico*

La relación anterior se cumple para todo periodo t , de modo que es posible obtener la tasa de inflación tomando la diferencia entre el logaritmo natural de los niveles del índice de precios entre los momentos t y $t-1$ ⁵. Se utiliza letra minúscula para denotar el logaritmo natural:

$$\pi_t = p_t - p_{t-1} = (m_t^s - m_{t-1}^s) - (m_t^d - m_{t-1}^d) \quad (4)$$

⁴ Véase, León, Madrigal y Muñoz (2002).

⁵ En el anexo se desarrolla esta expresión con mayor detalle.

$$\pi_t = (\dot{m}_t^s - \dot{m}_t^d) = \chi_t^m \quad (5)$$

Esta expresión indica que la inflación es igual, en puntos porcentuales, al monto en que el crecimiento del acervo monetario supera al crecimiento de la demanda real por dinero. Puede generalizarse, siguiendo a McCulloch (1980), quien expresa la inflación como una combinación lineal del desequilibrio monetario y la inflación esperada, que a su vez captura la persistencia presente en una economía con alguna historia inflacionaria:

$$\pi_t = \alpha \cdot \chi_t^m + \beta \cdot \pi_t^e + \mu_{\pi t} \quad (6)$$

Durante periodos de inflación moderada, es posible suponer que los agentes económicos forman sus expectativas en función del pasado reciente, suponiendo una forma simple en que se consideran solo dos periodos: $(\pi_t^e = \omega_1 \pi_{t-1} + \omega_2 \pi_{t-2})$ se tiene:

$$\pi_t - \beta \omega_1 \pi_{t-1} - \beta \omega_2 \pi_{t-2} = \alpha \cdot \chi_t^m + \mu_{\pi t} \quad (7)$$

Utilizando un operador de rezagos, L, esta expresión puede reescribirse de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} (1 - \phi_1 L - \phi_2 L^2) \pi_t &= \alpha \cdot \chi_t^m + \mu_{\pi t} \\ \pi_t &= [\lambda(L)]^{-1} (\alpha \cdot \chi_t^m + \mu_{\pi t}) \end{aligned} \quad (8)$$

De esta última expresión se deduce que la inflación depende no solo del desequilibrio monetario presente, sino de los desequilibrios monetarios pasados, conclusión coherente con la afirmación de que la inflación es en esencia un fenómeno monetario.

Ahora bien, surge la interrogante de ¿cuáles son los procesos que dan lugar a desequilibrios monetarios? Teóricamente se señalan las siguientes causas:

- i) El costo que representa las mayores necesidades de absorción que surgen posterior a episodios de inestabilidad en el sistema financiero, en los que un banco central debió intervenir para rescatar alguna entidad. Esta mayor absorción se realiza con instrumentos de deuda cuyo principal e intereses deben ser renovados por periodos sucesivos. Esta situación se agrava si el banco central adquirió activos de “mala calidad”, cuya administración le genera costos operativos adicionales.
- ii) El costo de operaciones “cuasi-fiscales”, es decir, que no son propias de un banco central; ejemplo de ello es el otorgamiento de créditos a determinadas actividades a tasas subsidiadas; operaciones que típicamente serían del fisco por ser éste quien tiene la potestad exclusiva de fijar impuestos. Por su parte, las pérdidas financieras resultantes, constituyen por si mismas una fuente adicional de inyección de liquidez.

Los elementos mencionados son los que tradicionalmente se señalan como gestores de situaciones financieras débiles en un banco central; sin embargo, también debe tomarse en cuenta, como fuente adicional de presión, el costo que representa la constitución de niveles de reservas internacionales crecientes para hacer frente a posibles perturbaciones financieras.

Estos postulados pueden formalizarse partiendo de la identidad contable que indica que los activos deben ser igual al pasivo más el patrimonio. Una versión simplificada de un banco central en el que los activos están constituidos solamente por las reservas internacionales netas (F) y los pasivos son la base monetaria (H) y la deuda interna neta con costo financiero (D), permite expresar esta identidad contable de la siguiente forma:

$$F = H + D + K \quad (9)$$

Donde:

F : activos extenos netos

H : base monetaria

D : deuda interna neta

K : patrimonio

La dinámica del balance puede describirse a partir de (9), dado que se cumple para todo momento t. Tomando la diferencia entre t y t-1, se tiene que:

$$F_t - F_{t-1} = H_t - H_{t-1} + D_t - D_{t-1} + K_t - K_{t-1} \quad (10)$$

Si Δ denota el cambio en una variable entre t y t-1, se tiene que:

$$\Delta F_t = \Delta H_t + \Delta D_t + \Delta K_t \quad (11)$$

Acomodando los términos tenemos que el cambio en la situación patrimonial, que está determinada por el resultado financiero del periodo t, es igual a:

$$\Delta K_t = \Delta F_t - \Delta H_t - \Delta D_t \quad (12)$$

Si bien es claro que existen muchas posibles combinaciones de los movimientos en las cuentas del balance que dan como resultado reducciones en el patrimonio ($\Delta K_t < 0$), resulta relevante destacar en este caso que, resultados financieros negativos recurrentes (pérdidas continuas) usualmente tienden como contrapartida situaciones que se pueden caracterizar, entre otros por:

- i. Creación de excesos monetarios, que se manifiestan en crecimientos de la base monetaria (H), lo que a su vez tienden a presionar la inflación.
- ii. Aumentos de la deuda con costo (D), lo cual puede tener el efecto de neutralizar expansión monetaria previamente realizada, con lo que se traslada hacia el futuro el efecto inflacionario de las pérdidas.

- iii. Aumentos en la adquisición de activos externos (F) que no son compensados por una mayor demanda por base monetaria.

Por tanto, una situación deficitaria persistente constituye una limitación para el uso de la tasa de interés de política monetaria, sobre todo cuando un banco central debe aplicar una política restrictiva orientada al control de la inflación; esto podría conducirlo a trasladar los costos del control de la liquidez hacia la sociedad en la forma de mayores requerimientos de encaje, o bien mediante el uso de reservas internacionales, con lo que se reduce el seguro que se le brinda a la sociedad contra perturbaciones en el flujo de pagos internacionales.

En contraposición, un patrimonio positivo sin déficit operacional, fortalece la autonomía de un banco central y contribuye con la construcción de credibilidad de los agentes económicos, puesto que la institución tendrá mayores grados de libertad en el uso de sus instrumentos de política monetaria.

En su función de prestamista de última instancia, la fortaleza patrimonial otorga a la institución mayor capacidad de enfrentar choques externos o atender situaciones internas de inestabilidad. La mayor autonomía de la autoridad monetaria y la mayor credibilidad por parte de los agentes económicos, contribuyen a mejorar los canales de transmisión de la política monetaria.

Es claro que la sostenibilidad financiera de un banco central no debe entenderse en la misma forma en que se aborda este tema cuando se hace referencia a cualquier otra entidad financiera. En efecto, la literatura coincide en indicar que la situación financiera de un banco central es fuerte en la medida en que no enfrente restricciones para adoptar decisiones de política y elegir los instrumentos adecuados con miras al logro de sus objetivos; de esta forma, al emitir un juicio sobre la fortaleza financiera de un banco central es preciso de analizar además de los estados financieros, el grado de independencia de la institución (gobernabilidad), su credibilidad, así como el régimen monetario bajo el que opera.

Stella (2008) concluye que cuanto más ambiciosos sean los objetivos de un banco central, tanto mayor es la importancia de la fortaleza financiera⁶. Si bien este es un tema relativamente poco explorado cuantitativamente, Adler et.al. (2012) encuentran alguna evidencia de que el éxito en la conducción de la política monetaria de los bancos centrales, medida como la desviación entre la tasa de política observada respecto de la óptima, está directamente relacionado con una sana estructura de los balances⁷, utilizando como una medida de la fortaleza del balance la relación entre activos y patrimonio.

⁶ Véase, Stella (2008) "Central bank financial strength, policy constrains and inflation". IMF Working Paper WP/08/49.

⁷ Véase, Adler, Gustavo, Pedro Castro y Camilo Tobar (2012). "Does central bank capital matter for monetary policy?" IMF Working Paper. WP/12/60.

3. Evolución del estado de resultados del Banco Central: 1981-2011⁸

El BCCR muestra una posición deficitaria persistente desde hace más de tres décadas; a pesar de que ha tomado algunas acciones en procura de controlar este desbalance, y ha recibido algunas capitalizaciones parciales, lo cierto es que al término del 2011 aun registra un “patrimonio negativo” de 7,1% del PIB.⁹

A lo largo del periodo 1981 al 2012, el nivel medio anual de las pérdidas del BCCR (según metodología de cuentas monetarias) representaron un 1,7% del PIB; sin embargo, como se aprecia en el siguiente gráfico, su comportamiento no es uniforme, lo que sugiere organizar la exposición considerando al menos tres períodos.

Gráfico No.1
BCCR: Déficit como proporción del PIB



Periodo 1981-1990¹⁰

Si bien las pérdidas de la Institución empezaron a manifestarse desde mediados de los años setenta¹¹, es a partir de inicios de los años ochenta, cuando su magnitud limita seriamente la capacidad del BCCR de proveer el servicio de “estabilidad interna y externa de la moneda nacional”.

⁸ Esta sección se elaboró en conjunto con Iris Hidalgo Bogantes.

⁹ De acuerdo con la presentación monetaria del balance de situación del Banco Central, la cual excluye del resultado contable aquellas partidas que implican un cambio en la valoración de los activos o pasivos, pero no generan (como contrapartida) una expansión o contracción de los medios de pago. El cálculo del Estado de Resultados del BCCR bajo la metodología “cuentas monetarias” excluye aquellos movimientos por revaluaciones cambiarias que no tienen como contrapartida movimientos efectivos ni en la base monetaria ni en las reservas internacionales de la institución. Por ejemplo, si el saldo de RIN es de \$4.700 millones y el tipo de cambio se incrementa de ₡510 a ₡520, el saldo de RIN en colones se incrementa en ₡47.000 millones. Esta “ganancia de capital” por revaluación cambiaria no se incluye en el cálculo del estado de resultados metodología cuentas monetarias, dado que es un cambio por valoración de un activo sin que ello implique cambios en la base monetaria ni en el nivel de endeudamiento con costo financiero de la Institución.

¹⁰ Véase Hidalgo, Iris (2006). Para mayor detalle de lo aquí expuesto.

¹¹ El patrimonio del BCCR pasa de 0,2% del PIB en 1973 a -2,3% en 1974.

El origen de esta situación se explica en el hecho de que el Banco Central incurrió en un alto nivel de endeudamiento externo, recursos que luego prestaría, en buena parte al Sector Público, (con garantía cambiaria, pues el régimen era de tipo de cambio fijo), con el objetivo de financiar proyectos de inversión que no tuvieron la capacidad de generar ingresos para repagar la deuda correspondiente.

Estas operaciones consistieron en el financiamiento del Banco Central a programas de interés del Poder Ejecutivo. Dicho financiamiento podría ser directo, como en los casos de CODESA¹² y el CNP¹³, entre otros; o indirecto, por medio de la canalización de fondos a la banca estatal para que esta a su vez concediera crédito a actividades que como se mencionó antes, eran de interés del Poder Ejecutivo.

Para efectuar estas operaciones de crédito el BCCR debió contratar los fondos en el exterior; sin embargo sus tasas activas se fijaron en condiciones inferiores a las del mercado y en moneda nacional, teniendo que enfrentar, además del costo financiero, el costo por variaciones en el tipo de cambio. El BCCR adquiriría un pasivo en moneda extranjera en condiciones de mercado internacional pero en contrapartida constituía un activo, en moneda nacional, y en algunos casos en condiciones concesionarias.¹⁴

La crisis de la deuda externa ocurrida a inicios de la década de los ochenta, originó una crisis cambiaria que agravó la situación financiera del BCCR. Parte de los eventos de esta crisis, fue el abandono de la paridad fija del colón con el dólar. El periodo comprendido entre octubre de 1980 y mayo de 1982 se caracteriza por inestabilidad y confusión en cuanto al régimen cambiario pues coexistían paridades múltiples y controles cambiarios, en un contexto de agotamiento de reservas monetarias internacionales.

Los pasivos en dólares a inicios de los ochenta eran siete veces mayores que los respectivos activos y el tipo de cambio pasó de ₡8,6 en setiembre del año 1980 a cerca de ₡63 colones por dólar en julio de 1982¹⁵, con lo que se presentaron pérdidas de capital asociadas a variaciones del tipo de cambio.

En mayo de 1982 el Banco Central inicia un proceso para retomar el control del mercado cambiario (unificación cambiaria) y adopta lo que luego se denominaría un régimen de paridad ajustable (“minidevaluaciones”).

Como resultado sobre todo del alto grado de exposición cambiaria del balance del Banco Central, la deuda de la Institución pasó del 20% del PIB en 1980 a 63% en 1983; se genera un desbalance entre los activos rentables y los pasivos con costo, cuya relación pasa de 1,6 en 1980 a 0,6 en 1983, brecha que también se manifiesta en un costo financiero de

¹² Corporación Costarricense del Desarrollo S.A.

¹³ Consejo Nacional de Producción.

¹⁴ A inicios de 1981 la deuda en moneda extranjera representaba un 83 % de la deuda total, con el agravante de que una parte estaba constituida a muy corto plazo y con tasas de interés ajustables. En contrapartida, constituía activos en moneda nacional y a tasa fija. Esto último tuvo un fuerte impacto en el servicio de la deuda pues la tasa LIBOR (que servía de referencia en ciertos préstamos) llegó a alcanzar un 13 % anual.

¹⁵ Véase Banco Central de Costa Rica, Memoria Anual 1982 Tomo 1 p.p. 45.

los pasivos superior al rendimiento de los activos. Es precisamente este desequilibrio en la estructura del balance del Banco lo que hacía en el pasado sumamente difícil controlar esta fuente permanente de expansión monetaria.

Por su parte, ligado a lo anterior, el patrimonio experimentó un deterioro tal que pasa de -2.1% del PIB en 1980 a un -41,4% en 1983. En el gráfico siguiente se muestra la evolución de las cuentas patrimoniales y el saldo de la deuda ambos con respecto al PIB para el período 1970 al 2011.

Gráfico No.2
BCCR: Saldo de cuentas patrimoniales y Deuda total
-proporción del PIB-



Entre 1981 y 1990, el déficit anual del Banco Central de Costa Rica representó en promedio un 3,2% del PIB, llegando a 4,5% en 1982, el valor históricamente más alto.

Es evidente la implicación que tuvo el asignarle al Banco Central objetivos distintos al de estabilidad interna de la moneda nacional, dado que la búsqueda de dicho objetivo compitió con la promoción del crecimiento económico del país. La consecuencia fue un alto endeudamiento externo que superaba los activos de la Institución y una alta brecha entre los costos de los pasivos y los rendimientos de los activos.

Con la aprobación de la Ley de modernización del Sistema Financiero de la República¹⁶ se le eliminaron algunas atribuciones al Banco Central respecto a conceder créditos a entidades públicas como CODESA, CNP y otros, con lo que se excluye la posibilidad de que en el futuro operaciones cuasifiscales adicionales continúen incrementando las pérdidas del BCCR. No obstante, queda como legado de esa época una estructura del balance del BCCR en el que persisten las pérdidas de la Institución (más pasivos con costo que activos rentables y tasas activas inferiores a las pasivas).

¹⁶ Ley 7107 de noviembre de 1988.

Periodo 1990-2006:

Entre 1990 y el 2006 se evidencia una corrección significativa en el resultado financiero del BCCR, pues se reduce de -3,2% del PIB (promedio de la década de los 80) a -1.3% del PIB en este segundo sub-periodo.¹⁷

A finales de los años 80 e inicios de la década de los 90, Costa Rica participa en el Programa de Reestructuración y Recompra de la deuda externa (Plan Brady)¹⁸, lo que ayudó positivamente al resultado financiero del Banco Central.

Con esta reestructuración de la deuda externa, además de reducir el pasivo externo del Banco, se inicia un proceso de “capitalización parcial de hecho”; el Banco mantuvo el valor de las acreencias con el sector público, conforme el pago de estos créditos se hacía efectivo, se producía una capitalización parcial de la Institución.

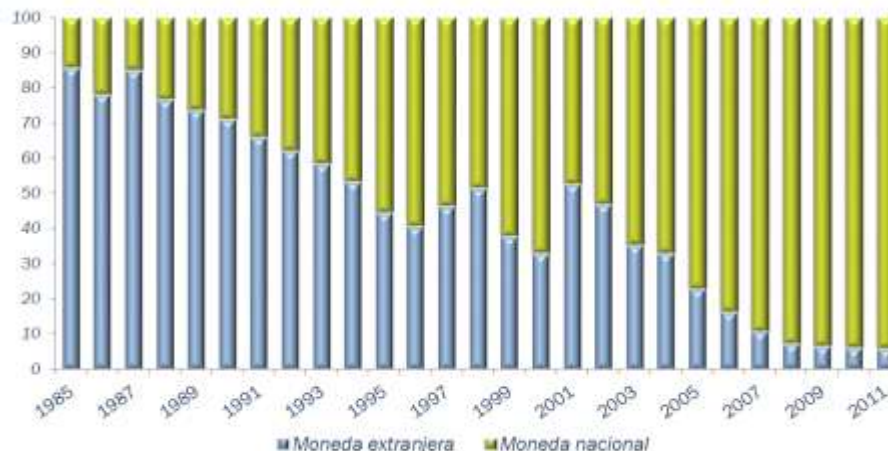
Además, en el marco de esta operación, se renegociaron las tasas de interés de la deuda externa a niveles más bajos; el Banco Central obtuvo financiamiento de parte de algunas entidades financieras internacionales y de algunos gobiernos para recomprar su propia deuda a un precio de dieciséis centavos por dólar, con lo cual el saldo se redujo.

El impacto de estas operaciones se reflejó en la composición de los intereses de la deuda del BCCR por tipo de moneda; los gastos por intereses en moneda extranjera pasaron de representar el 86 % del total de intereses en el año 1985, a 71% en 1990, y a 45% a finales de 1995.

¹⁷ El resultado financiero de este periodo muestra valores extremos, entre -0,6% y -1,8% del PIB. Entre 1990 y 1995 alcanza en promedio -1,4% del PIB; de 1996 a 1998 se reduce significativamente a un -0,76% como promedio de esos años, y de 1999 al 2006 retorna al -1,4%.

¹⁸ Mediante Ley 7143 del 30 de marzo de 1990, Ley sobre Deuda Externa Comercial del Sector Público de Costa Rica, se aprobó la reestructuración y recompra de la deuda.

Gráfico No.3
BCCR: Composición de los Gastos Financieros



La operación de renegociación de la deuda externa, representó un elemento positivo para la situación financiera del Banco Central; sin embargo, 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 y una nueva fuente de expansión monetaria, poniendo en evidencia el problema que la literatura conoce como Trinidad Imposible¹⁹.

En noviembre de 1995 se promulga la nueva Ley Orgánica del BCCR (Ley 7558); con lo cual, el Banco Central inicia un proceso de usar con mayor intensidad instrumentos de política monetaria indirectos; reduce el uso de instrumentos directos como el encaje mínimo legal. Con esta medida pretendió reducir el margen de intermediación financiera, estimular la inversión y por ende la actividad económica; sin embargo, le obligó a hacer un uso más intensivo de operaciones de mercado abierto (OMA) con lo que el costo de la gestión monetaria se incrementó.

Al amparo de esta nueva Ley, se establece el apoyo financiero del Gobierno al BCCR, esto es, la capitalización parcial del Banco Central de Costa Rica según lo dispuesto en los artículos 175 y 175bis.

El artículo 175 dispuso que el Ministerio de Hacienda redocumentaría una serie de deudas que mantenía con el BCCR, se estableció la inclusión de: i) obligaciones corrientes del Gobierno con el BCCR a tasas de interés nulas o inferiores a las de mercado, ii) obligaciones originadas en convenios de reestructuración de deuda externa con la banca privada, iii) saldo de BEM emitidos por OMA al 31 de diciembre de 1995 y, iv) pérdidas cambiarias en que incurrió la banca estatal que fueron reconocidas por el Banco Central.

¹⁹ Bajo un régimen de tipo de cambio (fijo) en el que existe compromiso por parte del banco central con la paridad cambiaria y en un contexto de apertura de la cuenta de capitales, aumentos en la tasa de interés interna incentivan el ingreso de capital externo. Como el tipo de cambio no se ajusta en función de la disponibilidad de divisas, dichos recursos pueden llevar a monetizaciones cuyo efecto el banco central debe neutralizar con el fin de que no ejerza presiones sobre la demanda interna. Esto dificulta la eficacia de la política monetaria y suele elevar el costo de la gestión monetaria.

En marzo de 1998 fue modificado el artículo 175²⁰ y se permitió al Ministerio de Hacienda y al BCCR renegociar las condiciones financieras de estas operaciones. Ambas partes firmaron un convenio, en mayo de 1998, y cambiaron las condiciones financieras establecidas en un inicio para estos títulos (las tasas de interés que finalmente se aceptaron resultaron inferiores a las de mercado).

Con ese fin el Ministerio de Hacienda entregó títulos fiscales por ₡183.684 millones para atender las operaciones en colones y, por \$244,3 millones para atender aquellas denominadas en moneda extranjera. De dicho monto propiamente a capitalización del BCCR corresponden ₡110.927 millones, un 3% del PIB del año 1998. La entrega de estos títulos ocurrió hasta en el último cuatrimestre de 1999, y el Ministerio de Hacienda canceló la obligación en forma anticipada entre el tercer cuatrimestre de 1999 y el primer cuatrimestre del 2001.

En el año 2001 se adiciona el artículo 175 bis, mediante la Ley 8116; este artículo contempló el traslado de recursos adicionales del Ministerio de Hacienda al BCCR hasta por ₡180.000 millones (un 3,3% del PIB del año 2001), con el fin de atender los pasivos constituidos por la colocación de BEM en operaciones de mercado abierto.

La Ley de Presupuesto Ordinario y Extraordinario de la República para el Ejercicio Económico 2004 contempló el pago al BCCR de ₡105.245 millones, un 1,4% del PIB de ese año.²¹ La cancelación fue realizada con fondos que ingresaron en enero del 2004, provenientes de la “última” colocación de títulos de Gobierno en los mercados internacionales (\$250 millones)²².

El traslado de recursos se realizó según lo establecido en el “Convenio mediante el cual el Gobierno de la República cancela parcialmente pérdidas cuasifiscales asumidas por el Banco Central de Costa Rica”, con lo cual las cuentas patrimoniales de la Institución se incrementaron en ₡95.246,4 millones equivalentes a un 1,2 % del PIB.

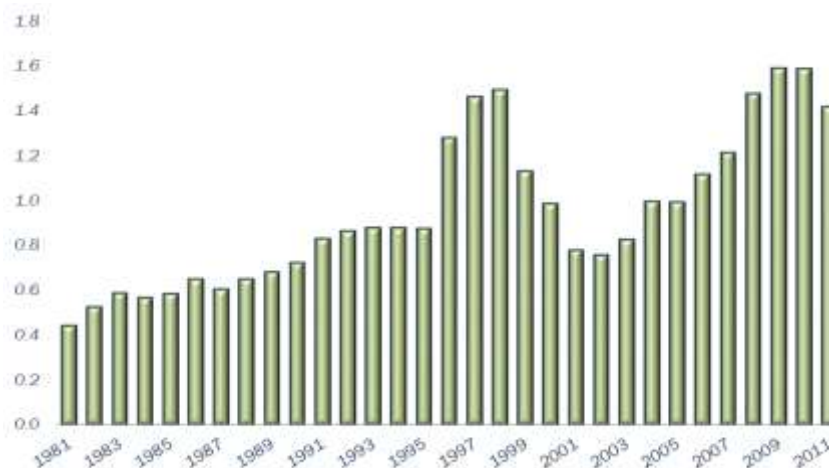
²⁰ Ver artículo 188, Ley 7732, Ley Reguladora del Mercado de Valores.

²¹ Comprende: i) Saldo insoluto de obligaciones del extinto Banco Anglo Costarricense (BAC) con el BCCR por ₡9.773,6 millones. ii) Suma adeudada por el Ministerio de Hacienda al BCCR por los gastos incurridos en el proceso de liquidación del BAC, por ₡180,8 millones. iii) Saldo no atendido de los Bonos Deuda Interna CODESA, series 255 y 263 por ₡225,0 millones. iv) Pasivos constituidos por la colocación de BEM, por ₡95.065,7 millones.

²² Emisión aprobada mediante la Ley 7970, Emisión de títulos valores para ser colocados en el mercado internacional, del 21 de abril de 1998.

Estas capitalizaciones le permitieron al BCCR cancelar pasivos sin generar presiones inflacionarias y junto al incremento en el encaje mínimo legal²³ favorecieron la relación entre activos con rendimientos y pasivos con costo, lo cual se observa en el gráfico siguiente²⁴. El patrimonio como proporción del PIB pasó de un -33.7% en el año 1990 a un -10% en el año 2006.

Gráfico No.4
BCCR: Relación Activos Con Rendimiento a Pasivos con Costo



Otro rasgo importante durante el periodo 1990-2006 fue el cambio en la composición de los gastos financieros de la institución; los gastos financieros en moneda extranjera pasaron de constituir un 66% del total de gastos en 1990, a un 14,5% en el 2006. Esta situación pone de manifiesto la menor vulnerabilidad del pasivo con costo del BCCR a las modificaciones cambiarias.

Periodo 2007-2012

Durante estos últimos seis años, el déficit del Banco Central se ha mantenido en promedio alrededor de 0,6% del PIB²⁵, mientras que la estructura del balance del Banco Central muestra un cambio sustancial.

²³ En el período setiembre a noviembre del 2004 esta Institución acordó incrementar en 7 puntos porcentuales el encaje mínimo legal sobre las obligaciones en moneda nacional y en moneda extranjera y en el lapso julio a setiembre del 2005 incrementó nuevamente esos requisitos en tres puntos, lo que alcanzó el máximo permitido por ley (15 %).

²⁴ Las relaciones que se presentan en el gráfico se calcularon a partir de los saldos de las cuentas al 31 de diciembre de cada año.

²⁵ Se proyecta que para el año 2012 el déficit del BCCR será de 0,7% del PIB.

Como se mencionó anteriormente, en el año 2004 el Ministerio de Hacienda canceló cerca de ₡95.000 millones de colones, al amparo de lo dispuesto en el artículo 175 bis de la Ley 7558. Esta operación representó solo un 52,8% del monto máximo autorizado, de modo que durante el año 2007 el Gobierno decide trasladar en tramos mensuales a lo largo del periodo mayo- diciembre de ese año, una suma igual al monto remanente que autorizaba el artículo 175 bis, es decir ochenta y cinco mil millones de colones²⁶ (₡85.000 millones) lo que permitió reducir los requerimientos de absorción monetaria del BCCR.

Otro de los factores que incidió positivamente en el resultado de este último periodo es la mayor flexibilidad cambiaria producto del establecimiento de un régimen de banda cambiaria a partir de octubre del 2006²⁷, en sustitución del régimen de paridad deslizando (“minidevaluaciones”) vigente desde 1984.²⁸

Desde la entrada en vigencia de la banda cambiaria hasta abril del año 2008²⁹, el mercado cambiario fue superavitario, con lo que el tipo de cambio se ubicó en el límite inferior de la banda. Durante este lapso, el BCCR participó como comprador neto en el mercado cambiario, con lo cual la situación no fue radicalmente distinta de lo que sucedía en la época de la paridad reptante. Simplemente que la acumulación de RIN³⁰ se realizó a precios sucesivamente menores a los que se hubiesen dado bajo el régimen anterior.

Desde mayo del 2008 y hasta la primera quincena de agosto del 2009 el tipo de cambio se mantuvo cerca del límite superior de la banda, con lo que en defensa de este límite, el BCCR realizó operaciones de venta divisas, con lo cual materializó una ganancia de capital, que constituye otra capitalización parcial de hecho correspondiente a 0,2% del PIB del año 2009.

De agosto del 2009 a mayo del 2012 con excepción de breves periodos, el régimen de facto ha sido la flotación cambiaria, con lo que se ha reducido significativamente el efecto del mercado cambiario sobre el proceso de creación de base monetaria. Es en este sentido que se ha logrado reducir, y eliminar por momentos, la otra fuente estructural de creación de liquidez de la economía costarricense.

²⁶ Correspondiente a 0,6% del PIB del 2007.

²⁷ Aprobado por la Junta Directiva del BCCR en el artículo 5 de la sesión 5300-2006 del 13 de octubre del 2006.

²⁸ Como una medida adicional para reducir sus pérdidas, apoyado en las atribuciones que le otorga el artículo 97 de la Ley Orgánica, en el año 2007 el BCCR decide incrementar la comisión que cobra a los intermediarios participantes en el mercado cambiario, sobre la diferencia entre el tipo de cambio de venta y el de compra, pasando del 10% al 25%.

²⁹ En el informe de inflación de mayo, 2010 se presenta con detalle el comportamiento del mercado cambiario a partir de la adopción del régimen de banda cambiaria.

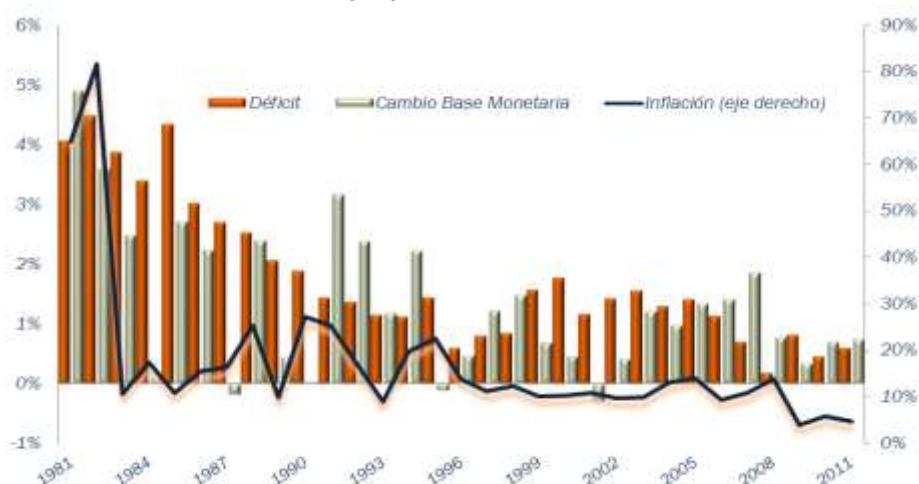
³⁰ Entre octubre 2006 y abril 2008, el BCCR intervino en MONEX como comprador neto por un monto de EUA\$2.915 millones.

El tipo de cambio es ahora menos predecible y muestra una volatilidad moderada; el Banco Central ha reducido significativamente el denominado “seguro cambiario” a los agentes económicos, quienes han tenido que aprender a incorporar y administrar el riesgo cambiario en sus decisiones sobre ahorro y endeudamiento. Así, al independizarse el control de la base monetaria del mercado cambiario se facilita el control de la inflación como fenómeno monetario de largo plazo.

4. Efectos del estado de resultados del Banco Central sobre el control monetario

Como se mencionó en un inicio, el BCCR reconoce que en el largo plazo la inflación se explica por la presencia de desequilibrios monetarios. Las pérdidas del BCCR constituyen una de las principales fuentes de estos desequilibrios y tienen implicaciones directas sobre la capacidad de la Institución de aplicar los instrumentos de control monetario necesarios para lograr inflaciones bajas y estables.

Gráfico No.5
Costa Rica: Inflación, Déficit del BCCR y cambio en la base monetaria -proporción del PIB-



Entre 1981 y 2011, el resultado financiero del BCCR como proporción del PIB se ubicó en promedio en -1,8%, en tanto la tasa de inflación anual fue en promedio 17,4%. La primera década, corresponde a períodos altamente inflacionarios y coincide con los resultados financieros más deficitarios; en tanto que del 2009 a mayo del 2012, periodo en que Costa Rica ha logrado mantener tasas de inflación de un dígito, el déficit del BCCR se ubicó en promedio en 0,6% del PIB, niveles coherentes con la expansión de la base monetaria.

Para evaluar la sostenibilidad de la situación financiera del BCCR en el largo plazo, se realizó un ejercicio de simulación para el periodo 2012-2040 cuyo fundamento es el Modelo Monetario de Inflación.

La premisa de este ejercicio es que el Banco Central de Costa Rica, acorde con el principal objetivo que le confiere su Ley Orgánica, aspira a lograr en el largo plazo una inflación similar a la que presentan los principales socios comerciales.

El ejercicio parte de información contable a diciembre del año 2011, y dados los siguientes supuestos para la tasa de crecimiento real de la economía, el nivel deseado de reservas internacionales como proporción del PIB, tasas de interés e inflación internacionales, entre otras variables macroeconómicas, se realiza una proyección del Balance de Situación y del Resultado Financiero del BCCR.

Principales supuestos:	2012	2013	2014	2015	2016	En adelante
<i>Inflación Meta</i>	5% ± 1p.p.	5% ± 1p.p.	4% ± 1p.p.	3% ± 1p.p.	3% ± 1p.p.	3% ± 1p.p.
<i>Razón requerida RIN/PIB</i>	12.4%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
<i>Inflación Internacional</i>	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<i>Tasa de Interés Internacional (LIBOR 6 meses)</i>	0.6%	0.7%	1.4%	2.0%	3.0%	3.5%
<i>Crecimiento Real</i>	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
<i>Tasa promedio de gestión de nueva deuda m.n.</i>	10.1%	11.2%	9.0%	7.3%	7.3%	7.3%

Fuente: Elaboración propia

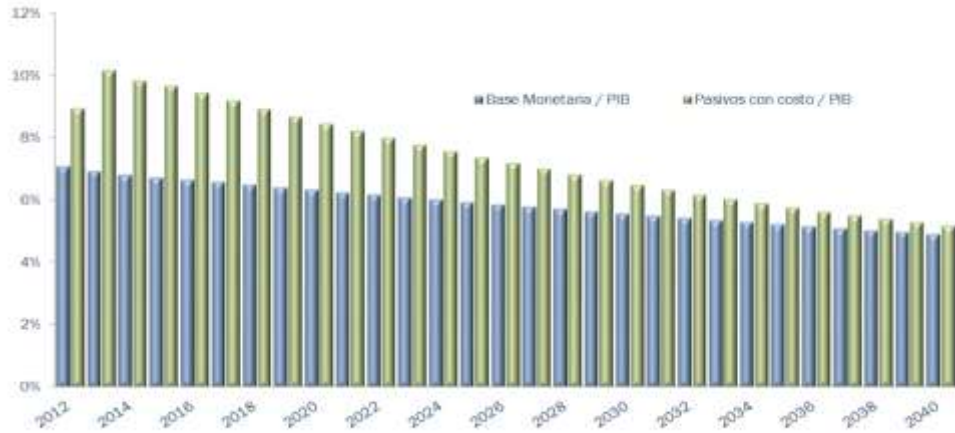
Se supone además, que en el mediano plazo se logra dar una solución al problema del déficit fiscal, con lo cual se logra estabilizar la trayectoria de la deuda pública como proporción del PIB. Debe indicarse que los supuestos utilizados en este ejercicio de simulación, no implican un compromiso del Banco Central de Costa Rica con la trayectoria de estas variables macroeconómicas.

Las principales conclusiones que destacan de este ejercicio son las siguientes:

Durante los años 2012 y 2013, se aprecia un aumento en los pasivos con costo como proporción del PIB, respecto a lo observado a finales del año 2011, este incremento inicial está explicado por los requerimientos de absorción que se generan bajo el supuesto de que se ejecuta, a diciembre del 2013, en su totalidad el incremento en \$1.500.0 millones en las Reservas Internacionales del Banco Central, que anunció el BCCR en su Programa Macroeconómico 2012-13.

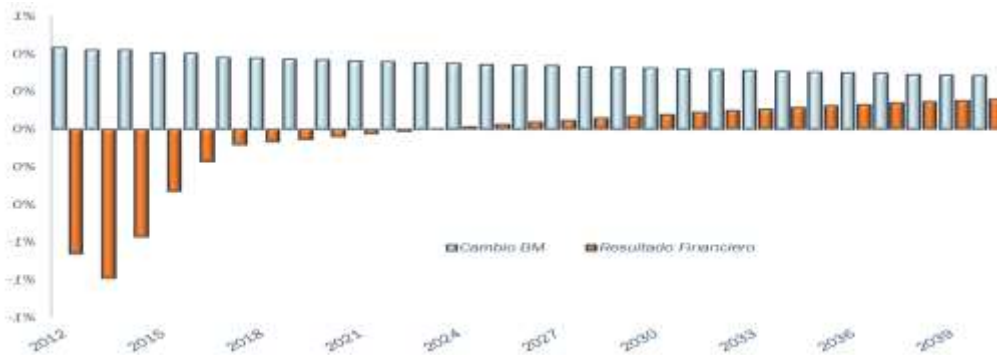
A partir del 2014 la tendencia de la razón pasivos con costo a PIB retoma su tendencia decreciente, lo cual tiende a reducir a su vez la carga financiera del BCCR como proporción del PIB.

Gráfico No.6
BCCR: Pasivos con costo y base monetaria
-proporción del PIB-



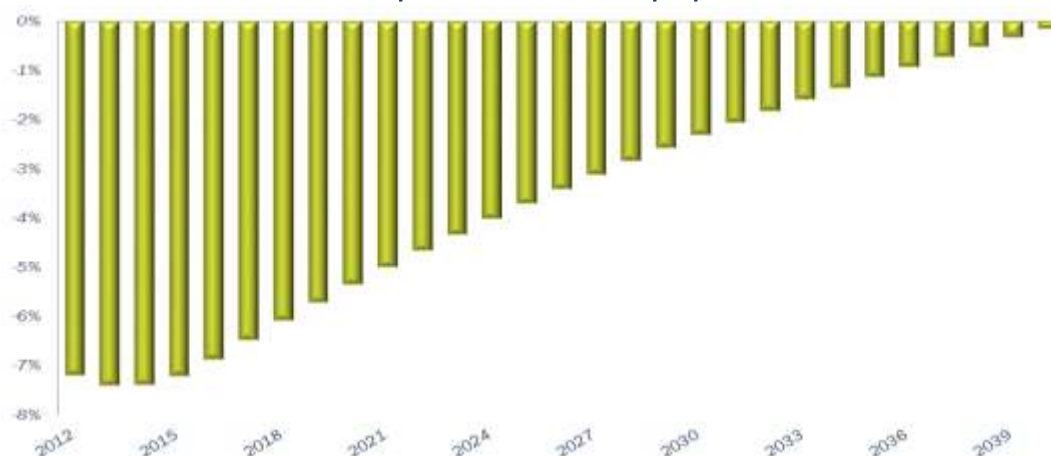
A partir del 2015 y hasta el 2022, la expansión monetaria asociada al déficit del Banco Central es inferior al incremento en la demanda por base monetaria, con lo cual las pérdidas de esos años no representan presiones que desvíen la inflación de la meta anunciada. A partir del año 2023, las proyecciones indican que la Institución estará en capacidad de generar un superávit.

Gráfico No.7
BCCR: Resultado financiero y cambio en la base monetaria
-proporción del PIB-



El análisis de la dinámica del balance del BCCR permite establecer que el saldo de las cuentas patrimoniales tenderá lentamente a niveles positivos en el largo plazo; sin embargo, bajo los supuestos anteriormente expuestos, esto tardará más de treinta años.

Gráfico No.8
BCCR: Cuentas patrimoniales como proporción del PIB



A pesar de que estas proyecciones apuntan a que en el mediano plazo es posible para el BCCR mostrar una posición financiera superavitaria, la permanencia de un saldo negativo en las cuentas patrimoniales mantiene a la Institución en una situación vulnerable ante, por ejemplo, eventos financieros desfavorables que se manifiesten en incrementos en el costo de su deuda o en una menor rentabilidad de sus activos, especialmente externos.

La importancia de una capitalización del BCCR por parte del Gobierno radica precisamente en que reduciría, incluso eliminaría, esta vulnerabilidad. Esto permitiría que la Institución y el país en general, tengan una mayor capacidad para enfrentar situaciones externas adversas.

5. Consideraciones finales

1. La posición deficitaria que muestra el BCCR desde hace más de tres décadas, tiene su origen en los años setenta, cuando la Institución incurre en un alto nivel de endeudamiento externo, parte del cual se trasladó al Sector Público, (con garantía cambiaria, pues el régimen era de tipo de cambio fijo), con el objetivo de financiar proyectos que no tuvieron 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.

2. El Banco Central y la sociedad costarricense han tomado algunas acciones en procura de reducir este desbalance, y en los últimos 22 años el Gobierno ha realizado pagos de deuda y capitalizaciones parciales, pero es claro que en las circunstancias fiscales actuales no es posible, mediante transferencias del Gobierno Central, reducir significativa y sostenidamente este déficit en el corto plazo.
3. Los ejercicios de simulación presentados en este documento indican que es posible mejorar el desempeño financiero del BCCR en el mediano plazo. Con ello se eliminaría el déficit crónico de la Institución y la consecuente expansión monetaria. Lo anterior refuerza la capacidad del Ente Emisor para controlar la inflación, pues aumenta la autonomía operacional y los grados de libertad para utilizar sus instrumentos de control monetario.
4. El problema estructural del balance del BCCR parece estar resuelto, para el año 2011 los activos con rendimiento superan los pasivos con costo; no obstante, la brecha entre las tasas de interés que devengan sus activos y la que debe pagar por sus pasivos, persiste.
5. La flexibilidad cambiaria ha permitido mejorar el control monetario, en particular las operaciones cambiarias no representan una fuente permanente de expansión monetaria como lo fueron durante la época de las “minidevaluaciones”.
6. Si bien una capitalización del Gobierno al BCCR mejora la capacidad de la Institución para ejercer el control monetario, el ejercicio de simulación realizado muestra que en las circunstancias actuales es sostenible mantener la inflación en niveles bajos dado que el déficit del BCCR ha dejado de ser una fuente permanente de desequilibrio monetario.
7. Para acelerar una estrategia sostenible de reducción de la inflación en el mediano plazo, el BCCR reconoce que requiere de medidas complementarias que escapen a su ámbito de acción. En particular, es preciso un mayor esfuerzo de capitalización del Gobierno que le permita reducir el nivel de sus pasivos con costo, eliminando la vulnerabilidad que representa una expansión monetaria originada en incrementos en las tasas de interés de los pasivos con costo del BCCR.
8. Finalmente, la adopción formal de un régimen de flotación cambiaria contribuiría a generar una mayor credibilidad en el compromiso del BCCR con la reducción de la inflación, puesto que eliminaría el riesgo de incurrir en costos “cuasi fiscales” por tener que defender un nivel de tipo de cambio, como ocurrió en el pasado.

6. Bibliografía:

- Adler, Gustavo, Pedro Castro y Camilo Tobar** (2012). "Does central bank capital matter for monetary policy?" IMF Working Paper. WP/12/60
- Banco Central de Costa Rica.** Informes de Inflación, varios años.
- Fisher** (1911) "The purchasing power of money, its determination and relation to credit, interest rate and crises".
- Friedman, M.** (1963), Inflation: Causes and Consequences, Asia Publishing House, New York
- Hidalgo, Iris** (2006) "Pérdidas del Banco Central de Costa Rica: estudio comprensivo e impacto de las capitalizaciones parciales realizadas por el Gobierno de la República". DM-239. 3 de julio del 2006.
- Klüh, Ulrich y Peter Stella** (2008). "Central bank financial strength and policy performance: An econometric evaluation". IMF Working Paper WP/08/176.
- León, Madrigal y Muñoz** (2002). "Un enfoque monetario de los efectos sobre precios y tasas de interés del tipo de cambio fijo". Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigación Económica. DIE-09-2002/DI
- Muñoz, Evelyn** (2011). "El modelo monetario de inflación como herramienta para proyectar la situación patrimonial del BCCR". DEC-DIE-DT-008-2011. Banco Central de Costa Rica.
- Stella, Peter** (2008) "Central bank financial strength, policy constrains and inflation". IMF Working Paper WP/08/49.
- Ulrich, Bindseil, Andrés Manzanares y Benedict Weller.** (2004) "The role of central bank capital revisited". European Central Bank. Working Paper Series No. 392. September 2004.

7. Anexo: La tasa de inflación a partir de la condición de equilibrio del mercado monetario

Partiendo de que:

M^{d_R} : *demanda real por dinero*

M^s : *acervo nominal*

P : *nivel general de precios*

La condición de equilibrio en el mercado monetario requiere:

$$M_t^s = P_t \cdot M_t^{d_R} \quad (13)$$

Lo que implica que el nivel general de precios se determina en función de la relación entre el acervo nominal de dinero y la demanda real por dinero:

$$P_t = \frac{M_t^s}{M_t^{d_R}} \quad (14)$$

Dicha relación se cumple en todo momento, de modo que también es cierto que:

$$P_{t-1} = \frac{M_{t-1}^s}{M_{t-1}^{d_R}} \quad (15)$$

Tomando logaritmo natural a ambos lados de las expresiones (14) y (15) se tiene:

$$\ln(P_t) = \ln(M_t^s) - \ln(M_t^{d_R}) \quad (16)$$

$$\ln(P_{t-1}) = \ln(M_{t-1}^s) - \ln(M_{t-1}^{d_R}) \quad (17)$$

Expresando la tasa de inflación (π_t) como la diferencia de los logaritmos naturales de los niveles del índice de precios entre los momentos t y t-1 se tiene³¹:

$$\ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) = \left(\ln(M_t^s) - \ln(M_t^{d_R}) \right) - \left(\ln(M_{t-1}^s) - \ln(M_{t-1}^{d_R}) \right) \quad (18)$$

³¹ Se hace uso de la siguiente propiedad, válida para variaciones "pequeñas":

$$\frac{X_t - X_{t-1}}{X_{t-1}} \approx \ln(X_t) - \ln(X_{t-1}) \approx \dot{x}_t$$

$$\pi_t = \left(\ln(M_t^s) - \ln(M_{t-1}^s) \right) - \left(\ln(M_t^{d_R}) - \ln(M_{t-1}^{d_R}) \right) \quad (19)$$

Se utiliza letra minúscula para denotar el logaritmo natural,

$$\pi_t = \dot{m}_t^s - \dot{m}_t^d = \chi_t^m \quad (20)$$

Finalmente se tiene que la inflación es idéntica al monto porcentual (exceso) en que la tasa de crecimiento del acervo monetario supera a la tasa de crecimiento de la demanda real por dinero.