



DOCUMENTO DE TRABAJO
N.º 008 | 2005

Hacia una mayor eficiencia en la ejecución de las operaciones de mercado abierto del BCCR

Róger Madrigal L.
Carlos Torres Gutiérrez

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



Hacia una mayor eficiencia en la ejecución de las operaciones de mercado abierto del BCCR

Róger Madrigal López*, Carlos Torres Gutiérrez†

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

Resumen

El objetivo de este documento es proponer un nuevo instrumento de captación de recursos en el que el Banco Central tenga contacto directo con los agentes generadores del ahorro financiero. Esto permitiría, en principio, reducir el costo de la gestión de la política monetaria, introducir competencia en el mercado del ahorro doméstico y mejorar la transmisión de señales de política monetaria mediante el uso de la tasa de interés.

Palabras clave: Operaciones de mercado abierto; Tasas de interés; Política monetaria

Clasificación JEL: E31, E44, E58.

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

† Departamento de Investigación Económica. División Económica, BCCR.

Towards Greater Efficiency in the Execution of BCCR Open Market Operations

Róger Madrigal López[‡], Carlos Torres Gutiérrez[§]

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

Key words: Open market operations; Interest rates; Monetary policy

JEL codes: E31, E44, E58

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

[§] Department of Economic Research.




TABLA DE CONTENIDO

1.	Introducción	1
2.	Antecedentes de las Operaciones de Mercado Abierto.....	1
3.	Implicaciones de la Subasta sobre el Costo de la Absorción del BCCR	2
4.	Tasas de Interés y Política Monetaria	6
5.	Posibilidad de Incrementar la Eficacia y Eficiencia de la Política Monetaria	11
6.	Comentarios Finales.....	14
7.	Referencias.....	14

1. Introducción¹

Existe evidencia documentada de que en el caso costarricense, las señales de política que envía el Banco Central al modificar sus tasas de interés no son transmitidas por el sistema financiero a los agentes económicos que realizan las decisiones de consumo e inversión.

Parte de la ineffectividad de la tasa de interés como instrumento de control monetario es atribuible al régimen cambiario vigente y parte a la alta concentración y poder de mercado de algunos intermediarios financieros en la movilización del ahorro interno.

Es por ello, que el Banco Central requiere revisar sus instrumentos de esterilización monetaria y reducir mediante una participación activa en el mercado financiero algunas de las distorsiones que provoca el poder oligopólico de la banca comercial en el mercado del ahorro financiero.

El objetivo de este documento es proponer un nuevo instrumento de captación de recursos en el que el Banco Central tenga contacto directo con los agentes generadores del ahorro financiero. Esto permitiría, en principio, reducir el costo de la gestión de la política monetaria, introducir competencia en el mercado del ahorro doméstico y mejorar la transmisión de señales de política monetaria mediante el uso de la tasa de interés.

2. Antecedentes de las Operaciones de Mercado Abierto

En febrero de 1977, en respuesta al impacto monetario que causaba el extraordinario ingreso de divisas derivado del súbito aumento de los precios internacionales del café, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) decidió ejecutar sus primeras operaciones de mercado abierto mediante la emisión y colocación de Bonos de Ahorro Cafetalero.

Dichos títulos fueron de gran aceptación en el medio financiero de la época. Dado que la experiencia se estimó exitosa en aquel momento, en marzo de 1980, el Banco decide emitir Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) como una forma de esterilizar los excesos monetarios.

Con el tiempo este instrumento se consolidaría y el Banco optaría por distintas modalidades de colocación de títulos. De 1980 a 1992, además de la colocación directa al público, mediante ventanillas físicas, realiza convenios específicos con entidades públicas y privadas y negociaciones con los bancos comerciales. Además de las ventanillas físicamente ubicadas en el BCCR, existía la posibilidad de comprar un BEM en cualquier oficina de un banco estatal, aunque esta opción no tuvo mayor impacto en la práctica.

Posteriormente, ante el reconocimiento de que el Banco Central ha de actuar en el muy corto plazo con un instrumento ágil y oportuno, en abril de 1988 puso a disposición del sistema

¹ Los autores agradecen la colaboración de la licenciada Guadalupe Fernández Castro, en las primeras etapas de este documento.

financiero una facilidad de depósito, a la que denominó “Sistema de Inversiones de Corto Plazo”. Inicialmente su plazo mínimo fue de 24 horas, pero en la actualidad es de siete días.

En el caso específico de las colocaciones de BEM por ventanilla, los ahorrantes depositaban sus recursos en el BCCR a cambio de un título físico no estandarizado, con sus respectivos cupones de interés periódicos. Los montos presentaban una gran flexibilidad a partir de un valor mínimo de \$10.000. La tasa de interés era fija y divulgada en la prensa nacional. Los títulos se ofrecían a plazos que oscilaban entre 1 y 24 meses.

En marzo de 1992, el Banco Central complementa sus formas de captación con la introducción de subastas tanto de facilidad de depósitos como de títulos. En un principio, no se coordinaba con el Ministerio de Hacienda, por lo que se crea una competencia entre los dos principales emisores de bonos, lo que tendía a incrementar el costo financiero de la deuda pública.

A partir de abril de 1996, el Ministerio de Hacienda y el Banco Central deciden coordinar esfuerzos e introducen las *Subastas Conjuntas* de títulos como parte de los cambios de lo que en su momento se identificó como *modernización* del mercado interno de deuda pública. El uso de la Subasta Conjunta como principal medio de absorción de fondos y la estandarización de la deuda pública, redujeron los costos administrativos agregados de la colocación de títulos del Ministerio de Hacienda y del BCCR.

3. Implicaciones de la Subasta sobre el Costo de la Absorción del BCCR

Como se indicó, en 1996, se eliminó la colocación directa y al detalle de BEM y se inició la colocación de títulos valores por parte del Ministerio de Hacienda y el BCCR mediante subastas.

Aunque, entre otros propósitos, se pretendía coordinar los esfuerzos de captación de recursos y evitar que los dos mayores emisores de títulos compitieran entre sí por el ahorro doméstico, en la práctica esta modalidad ha facilitado, en algunos momentos, la dominancia fiscal sobre los objetivos de absorción de la liquidez del BCCR.

Es de esperar que cambios como la estandarización y la distribución de vencimientos de la deuda pública faciliten la programación del flujo de caja, sobre todo en el caso del Ministerio de Hacienda. Sin embargo, en el caso del Banco Central dicha característica no es muy relevante, pues el Banco no depende de la generación de ingresos para atender el servicio de su deuda.

Actualmente se realiza una subasta cada dos semanas, donde se ofrecen BEM y Títulos de Propiedad (TP) con plazos que van de 6 meses a 5 años, en la cual los intermediarios financieros y puestos de bolsa pueden participar directamente en la demanda por dichos títulos.

Si bien en principio, toda entidad que sea supervisada por el CONASIF puede participar en las subastas, en la práctica existe una barrera de entrada, para algunos de estos entes, como demandantes directos de títulos, pues se requiere de la autorización de la Bolsa Nacional de Valores para tener acceso a dicho mercado.

A su vez, los ahorrantes particulares (público) requieren de la intermediación de un puesto de bolsa para poder colocar fondos en la subasta. La oferta mínima de fondos se estableció en un inicio en ¢1 millón, tanto en la modalidad competitiva como en la no competitiva. Aunque, posteriormente se permitió que en este tipo de subasta (no competitiva) los puestos de bolsa pudieran aceptar del público ofertas mínimas de ¢ 250 mil.

En ese sentido, Segura (2004 a) indica que “... (el) incremento en el monto mínimo ...contribuyó al traslado significativo de una parte considerable de las inversiones en BEM y TP hacia los Certificados de Depósito a Plazo (CDP) de los bancos comerciales, donde estos inversionistas adquieren instrumentos de mayor riesgo, menor bursatilidad y rendimiento, pero que son más a la medida de sus preferencias.”

Obsérvese, que el incremento de la oferta mínima de ¢ 10.000,0 a ¢ 1.000.000,0 y la exigencia de utilizar un puesto de bolsa para acceder a los títulos del Banco Central, creó una barrera de entrada al mercado de deuda pública. Además, al obligar a los ahorrantes a utilizar un puesto de bolsa y por tanto a pagar comisiones, encareció la movilización de su ahorro.

Otras características de la subasta, como la periodicidad (cada dos semanas), implicaron también mayores costos para los oferentes de recursos. En efecto, una unidad generadora de ahorro puede elegir entre ofrecer sus excedentes en la subasta o adquirir un *depósito bancario*. Si este ahorrante decide participar en la subasta, está limitado a la frecuencia con que éstas son efectuadas, con el consecuente costo financiero de mantener los fondos ociosos o el costo de transacciones que implica ubicar los recursos en algún instrumento de ahorro en espera del día de la subasta. En contraste, si se decide por el depósito bancario, tiene los servicios continuos de la banca comercial con una amplia red de atención directa en todo el país, sin necesidad de la intermediación de un puesto de bolsa.

La desaparición de la competencia directa por el ahorro financiero que ejercían el Banco Central y el Ministerio de Hacienda, provocó que los recursos de los ahorrantes (sobre todo los pequeños y medianos), fuesen canalizados hacia la banca comercial. Nótese que ello ocurre no como consecuencia del ofrecimiento de un mejor rendimiento al ahorro financiero por parte de los intermediarios financieros, sino por un aumento de los costos explícitos e implícitos en el acceso a la deuda pública.

Desde el punto de vista de la organización industrial, es importante tener presente que nuestro sistema bancario puede caracterizarse como un mercado oligopólico², lo cual aunado al establecimiento de las subastas, le ha permitido a la banca comercial captar del público el ahorro financiero, ahora sin la competencia del Banco Central y del Ministerio de Hacienda, y participar con dichos recursos a nombre propio en las subastas de deuda pública, en las que generalmente recibe un rendimiento financiero superior al que reconoce a sus ahorrantes.

² Véanse por ejemplo: Cruz, Durán, Mayorga y Muñoz (2000); Durán, Laverde y Madrigal (2003) y Laverde y Madrigal (2005).

En principio podría decirse que la eliminación de la captación directa y la introducción de la subasta de títulos públicos ha sido un evento favorable para la banca comercial, pues les ha permitido extraer una renta que no existía con anterioridad. Si bien lo anterior es positivo desde el punto de vista particular de los bancos y los puestos de bolsa, el problema es que ello ha reducido la eficiencia del sistema financiero y ha implicado un mayor déficit fiscal en general y del Banco Central en particular.

La experiencia de los últimos 20 años muestra que tradicionalmente el Banco Central ha ofrecido tasas de interés superiores a las de la banca pública comercial. Esta situación representa una distorsión en la relación riesgo-rendimiento, que no se justifica porque el Banco Central no enfrenta riesgos de iliquidez o insolvencia en sus pasivos en moneda nacional como si ocurre con los restantes intermediarios financieros.

Dado que el Banco Central no enfrenta restricciones de liquidez en moneda nacional, ni otros riesgos inherentes a la gestión de la banca comercial, es de esperar que las tasas de interés de la autoridad monetaria sean inferiores (o a lo sumo iguales) a las de los bancos públicos. No obstante, dicha situación no se ha presentado ni antes ni después de la introducción de la subasta. De hecho, una vez eliminados los accesos directos al ahorrante, dicha diferencia (distorsión) se incrementó, como se aprecia en el Cuadro 1.

Cuadro 1
Diferencia Promedio: Tasas Banca Pública Comercial BCCR
Según mecanismo de captación

Período	Captación mediante:	-Puntos porcentuales- Plazo en meses			
		1	3	6	12
1986-1991	Ventanilla	-2,2	-4,1	-3,2	-2,5
1992-1995	Ventanilla y Subasta	-5,7	-5,5	-5,7	-5,5
1996-2004	Subasta Conjunta	-3,2	-4,3	-5,2	-5,4

Fuente: elaboración propia.

Lo que las cifras muestran es que, coincidente con la introducción de las subastas como mecanismo de captación, la diferencia (negativa) entre las tasas de la banca pública y las del BCCR, tendió a incrementarse y, con ello, la distorsión en la relación riesgo-rendimiento. De modo que una peculiaridad del mercado financiero costarricense es que tanto el Ministerio de Hacienda como el Banco Central pagan tasas de interés superiores a las de las entidades que eventualmente tendrían que socorrer ante una crisis de liquidez.

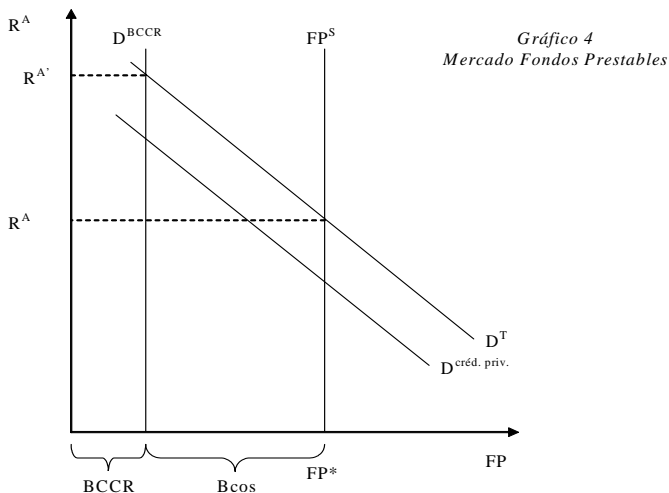
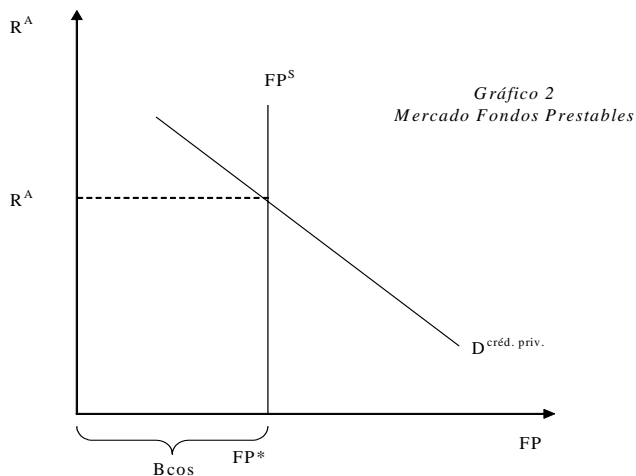
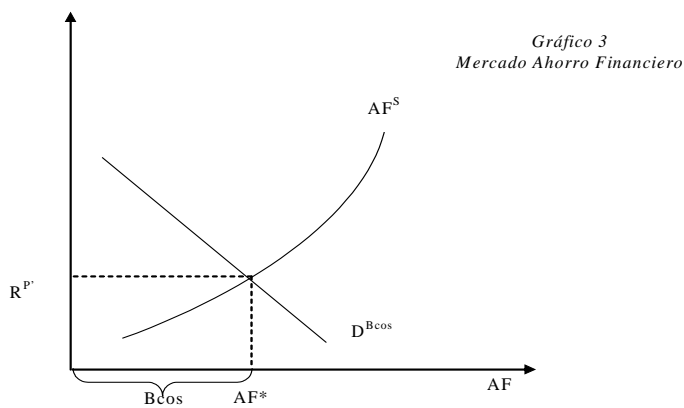
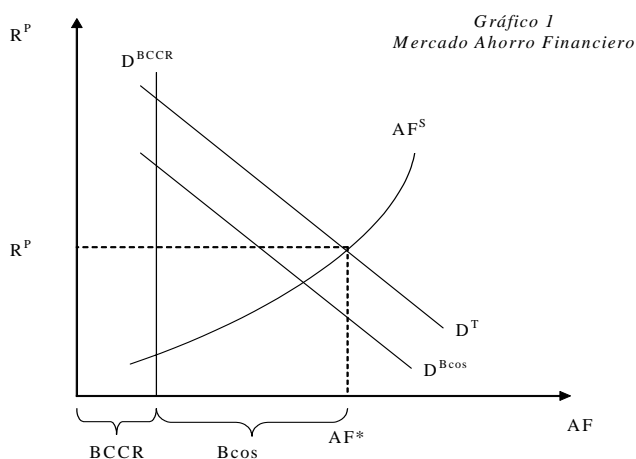
Esto da lugar a la presencia de distorsiones adicionales en la profundización financiera, pues desestimula la intermediación de fondos, en el sentido que la banca comercial encuentra rentable dedicar recursos a la adquisición de deuda pública y no al financiamiento de proyectos de inversión real que incrementa la capacidad productiva de la economía.

Una forma de caracterizar lo ocurrido con la política de absorción de liquidez por parte del Banco Central es que previo a la subasta el Banco era un demandante en el mercado del ahorro financiero y ahora es un demandante en el mercado de fondos prestables. En el primero la tasa de referencia es la tasa pasiva de captación, (R^P), en tanto que en segundo es la tasa activa de la banca comercial, (R^A). Esto provoca, consecuentemente, además de los efectos antes indicados, un incremento en el costo de la gestión de la política monetaria y por ende una pérdida de eficiencia en las operaciones de mercado abierto.

Los gráficos 1 y 2 ilustran la situación antes de la subasta. Antes de la subasta, el Banco Central tenía acceso directo al ahorrante; participaba como demandante en el mercado del ahorro financiero, (D^{BCCR}) donde competía con la banca comercial por el acceso directo a la oferta de ahorro financiero, (AF^S). La demanda total de fondos, (D^T), está dada por la suma horizontal de las demandas de la banca comercial, (D^{Bcos}) y del Banco Central (D^{BCCR}). La interacción de estas demandas con la oferta de ahorro financiero, (AF^S) determina la tasa pasiva a la que el Banco realiza la absorción monetaria (R^P).

Situación Antes de la Subasta

Situación Posterior a la Subasta



Con la introducción de la subasta, (gráficos 3 y 4) el Banco se traslada del mercado del ahorro financiero al mercado de fondos prestables. En este escenario, el oferente de recursos es la banca comercial, (FP^S) y la satisfacción de los requerimientos de absorción (D^{BCCR}) de recursos para el Banco Central queda sujeta al balance entre riesgo y rendimiento que realicen los intermediarios financieros en la composición de sus activos (crédito al sector privado e inversiones en valores de deuda pública). Por tanto, el cambio en el mecanismo de esterilización monetaria (subasta en vez de acceso directo al ahorrante) introduce presiones al alza en el costo de la deuda del Banco Central. Es decir, con la subasta, el BCCR tiene que reconocer una tasa de interés que compite con las tasas activas, (R^A), en contraste a la situación previa, en la que competía con las tasas pasivas, (R^P), en la interacción directa con los ahorrantes.

Como puede verse, parte de las causas de las distorsiones e incremento en el costo del control de la liquidez, ($R^P < R^A$), se debe al cambio en el escenario en el que participaba el Banco Central, por tanto es necesario reducir la participación de este ente como demandante de recursos en el mercado de fondos prestables e introducirle competencia a la banca comercial en el mercado del ahorro financiero.

Cabe indicar, que un argumento que se cita como explicativo del aumento en la diferencia entre las tasas pasivas del Banco Central y la banca comercial es la estructura oligopólica de la industria bancaria. Si bien existe evidencia de que ello puede ser así, lo que el anterior esquema gráfico muestra es que, aun en ausencia de poder de mercado por parte de la banca, la estrategia de captación seguida por el Banco Central desde 1992, tiene como consecuencia un incremento en el costo de la gestión de la política monetaria, en contraste con el costo en que incurriría si se hubiese mantenido captando mediante un acceso directo al ahorro financiero.

4. Tasas de Interés y Política Monetaria

Lo expuesto anteriormente se relaciona con ineficiencias y distorsiones en el sistema financiero costarricense, pero además tiene implicaciones adversas desde el punto de vista de la ejecución de la política monetaria del Banco y, por ende, en el control de la inflación.

Existen diversos enfoques sobre la forma en que los instrumentos de política monetaria influyen sobre la inflación.

Por una parte, la literatura (monetarista) y la evidencia empírica apoyan la idea de que el crecimiento de los precios está directamente relacionado con los desequilibrios monetarios. Por tanto, el propósito de las operaciones de mercado abierto es reducir la cantidad de dinero y por esa vía reducir las presiones inflacionarias. En este caso, lo que se ha logrado comprobar es que dicha relación es de largo plazo, por lo que no existe una alta correlación entre los desequilibrios monetarios de corto plazo (trimestrales) y la tasa de inflación contemporánea.

En estas circunstancias, cuando el objetivo es reducir los medios de pago, el Banco Central ha de aceptar la tasa de interés que el mercado dicte de acuerdo con sus objetivos de control monetario. Por tanto, si lo que se pretende controlar es la cantidad de dinero, la tasa de interés es el resultado de la interacción de los distintos demandantes de fondos (que compiten entre sí) y los oferentes de recursos (ahorrrantes).

Desde esta perspectiva, la actual forma de ejecutar la absorción monetaria, en el caso costarricense, no presenta problemas en cuanto a su efectividad, pero sí en cuanto a su eficiencia. Esto por cuanto, reestableciendo el acceso directo al mercado del ahorro financiero, sería posible lograr los mismos objetivos de esterilización monetaria, a un menor costo.³

Otra interpretación, de acuerdo con la escuela neo-Keynesiana, y adoptada en forma creciente por diferentes bancos centrales del mundo, es que la inflación es el resultado del desequilibrio entre el crecimiento de la demanda agregada y el producto potencial de la economía⁴. Cuando no es posible estimar una relación de corto plazo estable entre demanda por dinero y producto, los bancos centrales tienden a utilizar la tasa de interés como el instrumento de control monetario para atenuar las presiones inflacionarias. En este caso, la autoridad monetaria, de acuerdo con el conocimiento que tiene de la estructura de la economía, mediante intervenciones en los mercados de dinero, determina la tasa de interés que es consistente con el objetivo inflacionario y deja al mercado la determinación de la cantidad de dinero.

De acuerdo con este enfoque, la inflación responde tanto a movimientos en la brecha del producto como a las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. A la forma funcional que expresa dicha relación se le conoce como función de oferta neokeynesiana. Para efectos de la conducción de la política monetaria, la modelación del nexo entre inflación y brecha de producto ha de ser complementado con la cuantificación del vínculo entre tasa de interés y brecha del producto.

En última instancia, lo que se trata de precisar es el nivel de tasa de interés de política del banco central que es coherente con un nivel deseado (meta) de inflación. Esta relación puede ser descrita por el siguiente sistema de ecuaciones:

³ Durante el primer cuatrimestre del 2005, el saldo promedio de BEM fue de ₡ 507.797,2 millones, por lo que por cada punto porcentual en que se logre reducir el costo financiero promedio de dichos pasivos, implicaría una reducción anual de más de ₡ 5000,0 millones en el déficit del BCCR.

⁴ A esta diferencia se le conoce como brecha del producto.

$$\pi_t = f_1(y_t^b) \quad (1)$$

$$y_t^b = \frac{(Y_t^d - Y_t^*)}{Y_t^*} \quad (2)$$

$$Y_t^d = f_2(R_t) \quad (3)$$

$$R_t = f_3(R_t^{BCCR}) \quad (4)$$

Donde:

π_t : tasa de inflación.

y_t^b : brecha del producto.

Y_t^d : demanda agregada.

Y_t^* : producto potencial.

R_t : tasa relevante para la toma de decisiones de consumo e inversión.

R_t^{BCCR} : tasa de política del Banco Central

La ecuación (1) es de comportamiento y expresa la oferta neokeynesiana de corto plazo de la economía.

La ecuación (2) es la definición usual del concepto de brecha del producto.

La ecuación (3) es la curva IS, la cual se obtiene a partir de la demanda agregada. En esta ecuación la tasa de interés relevante es aquella que afecta las decisiones de consumo, ahorro e inversión, por tanto ha de ser una tasa de mediano y largo plazo.

Finalmente, la ecuación (4) es una función que establece el vínculo entre la tasa de política del Banco Central (presumiblemente de muy corto plazo) y la tasa de interés con base en la cual los agentes económicos toman sus decisiones de consumo e inversión.

En el tanto este modelo (*Nueva Síntesis Keynesiana*), sea adecuado para describir el fenómeno inflacionario, entonces mediante el uso de la tasa de interés como instrumento de política, el Banco Central podría inducir al nivel deseado de inflación:

$$R_t^{BCCR} \uparrow \Rightarrow R \uparrow \Rightarrow Y_t^d \downarrow \Rightarrow y_t^b \downarrow \Rightarrow \pi_t \downarrow$$

A esta interacción se le conoce como mecanismo de transmisión de la política monetaria. De forma tal que cuando un banco central incrementa sus tasas de interés (usualmente las de corto plazo en sus operaciones de mercado abierto), se espera que este efecto se extienda sobre toda la estructura de tasas de interés del mercado, con el fin de incentivar el ahorro así como incrementar el costo del crédito; todo lo cual tiende a deprimir el consumo presente⁵ y a contraer los planes de inversión⁶ y por tanto la demanda agregada. Nótese que al reducirse la demanda, también se reduce la brecha del producto y de esta forma se aminoran las presiones inflacionarias.

⁵ El consumo presente se encarece relativamente con respecto al consumo futuro, lo que motiva una posposición de los planes de consumo.

⁶ Dada la relación inversa entre tasa de interés e inversión.

De modo que los aumentos en la tasa de política del banco central pretenden en primera instancia enviar un mensaje a los mercados, en el sentido que la política monetaria es restrictiva lo cual por sí mismo indica que el costo de los recursos financieros ha de aumentar y por tanto fomentar el ahorro financiero. Por otra parte, al captar recursos como respuesta al incremento en su tasa de política (o reducir el crédito que se otorga), contrae efectivamente los medio de pago disponibles para ejecutar acciones de consumo e inversión, por lo que luego de transcurridos unos cuantos trimestres ello se reflejaría en una reducción en la brecha del producto.

La experiencia en Costa Rica, sobre todo en los últimos años, es que dicho mecanismo de transmisión es muy débil por no decir inexistente⁷.

En particular, lo que sucede es que si bien el Banco Central, aumenta sus tasas de captación en la subasta, (mercado de fondos prestables), dicho incremento no se transmite con suficiente fuerza a los ahorrantes (mercado de ahorro financiero). En estas circunstancias, la señal de política no es percibida efectivamente por los ahorrantes, en tanto que la evidencia muestra que solo marginalmente se afectan las tasas activas.

Si al problema anterior se le agrega el hecho de que efectivamente la banca comercial ejerce su poder de mercado, nos encontramos con situaciones en las que aun cuando el Banco Central reconoce tasas reales positivas a los participantes en la subasta, los bancos comerciales reconocen tasas reales negativas a sus depositantes. No es de extrañar que en este contexto de rendimientos prácticamente nulos o negativos por el ahorro denominado en moneda doméstica, sea precisamente cuando se ha acentuado en Costa Rica la dolarización financiera.

Llama a la reflexión el hecho que hace poco más de dos décadas, cuando se discutía la necesidad de reformar el sistema financiero, se citaba como un indicador de las distorsiones existentes los altos márgenes de intermediación y las tasas de interés reales negativas que percibían los ahorrantes. En la actualidad, luego de un largo período de reformas y cambios que algunas veces han sido calificados como modernizaciones, los márgenes de intermediación siguen siendo altos y los rendimientos del ahorro doméstico al detalle negativos.

Por tanto, en el caso costarricense, las tasas de interés han perdido su poder informativo sobre las condiciones monetarias y sobre la intención (postura) de la política monetaria, pues la señal de política que envía el Banco Central, con las tasas resultantes de la subasta, no llegan a los agentes (consumidores e inversionistas) como parte de los incentivos o desincentivos para sus decisiones de ahorro e inversión.

⁷ Madrigal, Torres y Villalobos (1999) concluyen que por esa época existían indicios de un debilitamiento en el vínculo entre la tasa de política del BCCR y el resto de tasas activas y pasivas de la banca comercial. Dicho debilitamiento, aducen los autores, es coincidente con la introducción de la subasta conjunta. Posteriormente, Mayorga y Torres (2004), comprueban que en la actualidad, el mecanismo de transmisión que va de la tasa de política del BCCR a las decisiones de ahorro e inversión (mediante el crédito bancario) es prácticamente nulo, lo que impide que los ajustes en las tasas de interés en las magnitudes que usualmente realiza el Banco, sean efectivos en el control de la inflación.

Es más, la literatura económica documenta que a partir de la estructura de las tasas de interés es posible aproximar la inflación esperada⁸. Segura (2004 b) ha estudiado para el caso costarricense, dicha relación y encuentra que se ha debilitado precisamente a partir del uso de la subasta como principal mecanismo de las operaciones de mercado abierto.

Asimismo, en lo que se refiere a la subasta Segura (2004 a) resume la situación de la siguiente forma:

Los cambios introducidos con la Subasta Conjunta en 1996 contribuyeron a la creación de un mercado de ahorro “cautivo” en la banca comercial, el cual se constituyó a partir de las limitaciones de acceso de los pequeños inversionistas a la Subasta Conjunta. Estos inversionistas trasladaron sus recursos a CDP bancarios, que se caracterizan por ser instrumentos con mayor riesgo, menor bursatilidad y con un interés considerablemente inferior al de un BEM o un TP.

En síntesis, los cambios en el mecanismo de captación del BCCR y del Ministerio de Hacienda propiciaron la canalización de los recursos de los pequeños ahorrantes a los bancos comerciales, situación que les ha permitido a estos intermediarios incrementar su poder oligopólico en las captación de ahorros y realizar una gestión más holgada y menos dependiente de los mecanismos típicos de la intermediación financiera. En contraste, la concentración de este mercado de ahorro en los bancos comerciales, le ha creado a los emisores públicos mayor dependencia de los recursos bancarios y a su vez ha generado una distorsión adicional de sus títulos en el plano riesgo-rendimiento⁹.

Por tanto, se puede concluir que el funcionamiento de la subastas de títulos públicos ha reducido (en vez de mejorar) la capacidad de las tasas de interés como instrumento de control monetario. En este sentido, se colige que las operaciones de mercado abierto han sido inefectivas e ineficientes.

No obstante, si se adopta el enfoque monetario de la inflación (control de agregados), en vez del neokeynesiano, debe reconocerse que el Banco Central ha logrado captar los montos de recursos requeridos según los ejercicios de programación financiera que anualmente realiza. Es decir, desde el punto de vista de los agregados monetarios, se han logrado los objetivos deseados pero a un costo superior a los mecanismos que existían con anterioridad a marzo de 1992, lo que hace al mecanismo vigente de intervención en el mercado de liquidez, efectivo pero ineficiente.

⁸ Dicha literatura se apoya en la Ecuación de Fisher (Fisher, 1930), para postular que la tasa de interés nominal ha de ser igual a la tasa de interés real más la inflación esperada.

⁹ Al mismo plazo de inversión, los bancos comerciales ofrecen un rendimiento menor que los instrumentos públicos, aún cuando son entidades con un riesgo más alto que el BCCR y el Ministerio de Hacienda.

5. Posibilidad de Incrementar la Eficacia y Eficiencia de la Política Monetaria

Como se ha señalado, el problema que enfrenta el Banco Central en la ejecución de sus operaciones de mercado abierto es que no existe el suficiente grado de competencia por el ahorro doméstico entre los distintos intermediarios financieros. De hecho, la exclusión del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de la captación directa, aumentó el poder de la banca comercial para fijar el precio del ahorro interno, por una parte y por otra para presionar a los emisores de deuda pública por diferenciales positivos con respecto a sus propias tasas de captación.

Esta situación es consecuencia de la escasa o nula competencia en el mercado del ahorro financiero, lo que hace necesario diseñar un mecanismo de captación que compita con la banca comercial en dicho mercado y que posea características atractivas para los ahorrantes.

En primera instancia puede pensarse en una facilidad de depósito, en la cual el ahorrante pueda transferir fondos de sus cuentas en cualquier entidad financiera, a una cuenta a su nombre en el Banco Central.

Con el fin de reducir la barrera al acceso directo que tienen los generadores de ahorro a los instrumentos del Banco Central, es deseable que el monto mínimo sea considerablemente inferior al que establece la subasta en la actualidad (un millón de colones).

Asimismo, dado que este nuevo instrumento es una facilidad de depósito, no es necesaria la participación de intermediarios como los puestos de bolsa y por tanto se reduce el costo de transacción.

Por otra parte, el Banco tiene en la actualidad la plataforma tecnológica que permite crear un “portal web” para que en dicho sitio los ahorrantes realicen electrónicamente sus transferencias, lo cual promueve un acceso masivo a dicha facilidad y a la vez permite que la transacción se realice en el momento que el depositante lo decida. De esta forma, se elimina la “espera forzada” que ocurre en la actualidad con la realización de subastas cada dos semanas y que dependiendo del tipo de instrumento que el ahorrante desee, puede prolongarse a cuatro semanas; todo lo cual reduce los costos de movilización del ahorro interno.

Estas son solamente, algunas de las características generales del nuevo mecanismo de absorción monetaria propuesto en este documento. Las principales ventajas que se espera que tenga la facilidad electrónica de depósito en el BCCR, se resumen en el Cuadro 2 mientras que los detalles sobre seguridad, operacionales, de promoción y ejecución de la captación por un medio de acceso masivo de menores costos financieros y de transacciones están siendo analizados por la División de Servicios Financieros.

Cuadro 2
Ventajas para el BCCR de Crear una Facilidad de Depósito Electrónica

Ventaja y efecto esperado	Justificación
Mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.	Al recuperar el acceso directo al ahorro financiero doméstico, los cambios en las tasas de interés del BCCR formarán parte de la información relevante de los agentes económicos en sus decisiones de consumo e inversión.
Reducir el costo de gestión de la política monetaria.	Al prescindir de intermediarios (banca comercial y puestos de bolsa), el BCCR puede captar a tasas similares a las de la banca comercial, reduciendo de esta forma el “premio” que actualmente paga el Central a los participantes en la subasta.
Aumentar el rendimiento real que reciben los ahorrantes por sus recursos financieros.	Es posible captar a tasas inferiores a las de la subasta pero superiores a las que reconoce la banca comercial a sus depositantes. Esto redundaría en un aumento en el rendimiento que reciben los ahorrantes. Además, al hacerse innecesaria la participación de los puestos de bolsa en este tipo de transacciones y al ofrecerse un acceso permanente a la facilidad electrónica de depósito, se reducen los costos de transacciones en la movilización del ahorro financiero.
Inducir a una menor dolarización del ahorro financiero costarricense.	En la medida que el premio por mantener el ahorro financiero en moneda doméstica pueda ser percibido efectivamente por los ahorrantes, se estaría desestimulando el proceso de dolarización financiera, todo lo cual tiene efectos positivos para la ejecución de la política monetaria y para la reducción de vulnerabilidades del sistema financiero costarricense.
Promover la competencia entre intermediarios por el ahorro nacional.	La reducción en la cantidad de recursos disponibles para la intermediación por parte de los bancos incentivará la competencia entre ellos y en general una mayor eficiencia en la prestación de los servicios bancarios.

Con este mecanismo se logra que las decisiones sobre tasas de interés que tome el Banco se transmitan directa e inmediatamente a los tenedores del ahorro financiero doméstico, rompiendo con ello el poder oligopólico en la fijación de las tasas de interés por parte de la banca comercial y reforzando el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En un principio, podría pensarse que esta forma de captación electrónica, sea un complemento de la subasta que actualmente se realiza. Una vez determinadas las necesidades de esterilización monetaria, el Banco utilizaría prioritariamente la facilidad de depósito como mecanismo de absorción de liquidez. Sin embargo, si por este medio no fuese posible atraer la cantidad deseada de fondos, entonces, puede recurrirse residualmente a la subasta, lo que tiene la ventaja adicional de dar independencia operacional a la captación del BCCR, con lo que se reduce la posibilidad de dominancia fiscal que prevalece actualmente en la subasta.

Una preocupación legítima, desde el punto de vista del desarrollo del sistema financiero, es que el Banco Central, al competir con la banca comercial por el ahorro financiero, interviene en el proceso de intermediación financiera y desvía recursos que originalmente financiarían la concesión de crédito al sector privado.

En este caso el Banco ha de sopesar la importancia que concede al objetivo prioritario de reducir la inflación y al costo financiero de ello, por una parte y al objetivo subsidiario de promover la profundización financiera, el cual a pesar de profundas reformas financieras en los últimos 22 años muestra en algunos indicadores avances muy lentos por no decir nulos. En todo caso, en la actualidad, la banca pública desvía más del 55% de su activo productivo a la tenencia de deuda pública.

No hay que perder de vista que lo que se propone en este documento es precisamente una respuesta a la ineficiencia y a la falta de competencia de la banca comercial, la cual con su accionar reduce la capacidad del Banco Central en la utilización de la tasa de interés como instrumento de política monetaria, como lo hacen los bancos centrales del mundo que son exitosos en el control de la inflación.¹⁰

Por otra parte, no se trata de que el Banco capte todo el ahorro financiero, sino que lo haga de acuerdo con lo que prescribe su programación monetaria, pero a menor costo. En caso de que dicha captación exceda sus requerimientos, ello sería una señal de que existe espacio para reducir las tasas de interés.¹¹

A su vez, en la medida que se tenga éxito en contener la inflación, el banco puede intensificar acciones que promuevan la profundización financiera, sin que con ello se comprometa su objetivo prioritario ni se incremente su déficit financiero.

¹⁰ Naturalmente, no se le puede atribuir completamente, al modelo de organización industrial de la banca comercial, la ineficacia de la tasa de interés como instrumento de control monetario, pues es bien sabido que otro importante impedimento para la eficacia de la política monetaria, es el actual régimen de tipo de cambio fijo.

¹¹No obstante, si por alguna razón el Banco se enfrentara a la hipotética situación en la que no desea reducir la tasa de interés pero tampoco crear una escasez en el mercado de fondos prestables, más allá de lo requerido según los lineamientos del programa monetario, existe la opción de poner a disposición de la banca comercial créditos de corto plazo.

6. Comentarios Finales

Los cambios promovidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central en el mercado de títulos públicos, a partir de marzo de 1992, redujeron los costos operativos agregados de la gestión de deuda pública.

Desde el punto de vista de *cantidad*, la introducción de la subasta ha sido efectiva en proveerle al Banco Central la absorción monetaria prescrita en los ejercicios de programación monetaria que anualmente realiza.

No obstante, la sustitución del acceso directo al ahorro financiero doméstico por la subasta (mecanismo indirecto), presenta las siguientes características:

- Segmentó el mercado del ahorro interno. Se creó un producto financiero que por sus características de monto mínimo, frecuencia y necesidad de recurrir a un intermediario condujo a mayores costos de transacción, en tanto que la banca comercial puede ofrecer títulos valores prácticamente a la medida de los ahorrantes. En suma, el BCCR se autoexcluyó como oferente de títulos en el mercado del ahorro financiero, situación que ha sido aprovechada por la banca comercial con el consecuente deterioro de efectividad de la tasa de interés como instrumento de política monetaria.
- Redujo el incentivo al ahorro financiero en colones. Al aumentar el poder de mercado de la banca comercial, esta ha sido capaz de reconocer rendimientos reales negativos por los fondos de los ahorrantes, lo cual promueve el consumo y desestimula la inversión por una parte y por otra incentiva a la dolarización del ahorro financiero.
- Aumentó el costo de gestión de la política monetaria. Además, al desaparecer la competencia que en el pasado el Banco Central ejercía en el mercado del ahorro financiero, y al ubicarse como un demandante en el mercado de fondos prestables, se creó una presión sobre las tasas de interés en dicho mercado. Es decir, el Banco se trasladó de un mercado en el que tenía que pagar tasas pasivas a un mercado en el que la referencia son tasas activas (descontadas por riesgo). Esto a su vez da lugar a la distorsión en la correlación riesgo-rendimiento, pues ocurre que el Banco Central capta a tasas superiores a las de la banca comercial, cuando es claro que el riesgo en estos últimos es mayor al que enfrentarían los ahorrantes si tuviesen acceso directo a los productos financieros del BCCR.
- Debilitó el contenido informativo de las tasas de interés. Usualmente, las variaciones en las tasas de interés de los bancos centrales constituyen por sí mismas un mensaje al resto de la economía en el sentido de si la política monetaria es contractiva o expansiva, de acuerdo con la visión que tiene el banco central de la inflación en el corto y mediano plazo. Así, se espera que aumentos en la tasa de política se transmitan hacia todo el espectro de rendimientos financieros del mercado, con el propósito de que los agentes económicos ajusten sus decisiones de demanda a los nuevos réditos.

Este mecanismo de transmisión se ha debilitado desde la adopción de la subasta como el principal medio de absorción monetaria.

Dado lo anterior y las posibilidades tecnológicas existentes en el Banco, se propone la creación de un instrumento de absorción monetaria que introduzca mayor competencia a la banca comercial, lo cual permitiría aumentar la efectividad de las tasas de interés como instrumento de política por una parte y contribuiría por otra, a reducir el déficit financiero de la institución; todo lo cual es coherente con el objetivo prioritario de la Institución de lograr una inflación baja y estable.

7. Referencias

Cruz, Durán, Mayorga y Muñoz (2000), *Organización y comportamiento estratégico en la industria bancaria costarricense*. Estudio GBF-08-2000. Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica.

Durán, Laverde y Madrigal (2003), *Análisis del diferencial entre las tasas de interés de la deuda pública y las tasas activas y pasivas del Sistema Bancario Costarricense*. DIE-08-2003-DI. Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica.

Fisher (1930), *The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It*. The Macmillan Company, New York.

Laverde y Madrigal (2005), *Identificación del grado de competencia en el mercado bancario costarricense*. DIE-02-2005-DI. Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica.

Mayorga y Torres (2004), *El mecanismo de transmisión del crédito bancario y su relevancia para el caso de Costa Rica*. DIE-02-2004-DI. Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica.

Monge (1999), *Análisis de la Subasta Conjunta*. DM-193 R-99. Departamento Monetario, Banco Central de Costa Rica

Segura (2004 a), *Cambios en la operativa de colocación de Bonos de Estabilización Monetaria por parte del BCCR*. DM-500-04. Departamento Monetario, Banco Central de Costa Rica.

Segura (2004 b), *La estructura de tasas de interés y las expectativas de inflación*. DM-475-04. Departamento Monetario, Banco Central de Costa Rica.

madrigallr@bccr.fi.cr
torresgc@bccr.fi.cr