

INVESTIGACIÓN

Situación Monetaria y Cambiaria en Costa Rica: 2018-2019

MONETARY AND EXCHANGE POSITION
IN COSTA RICA: 2018-2019

PhD Stefan Krause Montalbert ¹

Fecha de recepción: 27 de marzo de 2020 | Fecha de aprobación: 17 de abril de 2020

Resumen

A partir de una evaluación las políticas monetaria y cambiaria aplicadas por el Banco Central de Costa Rica en el periodo 2018-2019, este artículo busca analizar cómo dichas políticas han incidido en el desempeño de la inflación, el tipo de cambio y las tasas de interés. Se encuentra que, si bien el país ha mantenido estabilidad monetaria, existen dos vulnerabilidades importantes: i) la desacumulación de reservas monetarias internacionales durante el primer semestre de 2017 y posteriormente a finales de 2018; y ii) las presiones sobre las tasas de interés generadas por el creciente déficit fiscal.

Palabras clave: Política monetaria, política cambiaria, meta de inflación, tasa de política monetaria, tipo de cambio

Códigos JEL: E43; E52; E58

Abstract

Based on an evaluation of the monetary and exchange policies applied by the Central Bank of Costa Rica in the 2018-2019 period, this article seeks to analyse how these policies have influenced the performance of macroeconomic indicator such as inflation, the exchange rate and interest rates. Although the country has maintained monetary stability, there are two important vulnerabilities: i) the decumulation of international monetary reserves during the first half of 2017 and then at the end of 2018; and ii) the pressure on interest rates generated by the growing fiscal deficit.

Keywords: Monetary policy, exchange rate policy, inflation target, monetary policy rate, exchange rate

JEL Codes: E43; E52; E58

¹ Oficial de políticas de la Delegación de la Unión Europea en Costa Rica y profesor en el área de economía de ULACIT.

Introducción

El objetivo general de este estudio consiste en evaluar las políticas monetaria y cambiaria aplicadas por el BCCR, y cómo dichas políticas han incidido en el desempeño de la inflación, el tipo de cambio y las tasas de interés durante 2018 y el primer semestre de 2019.

Específicamente, el estudio busca lo siguiente:

1. Hacer un análisis empírico basado en el seguimiento de la inflación, el tipo de cambio, las tasas de interés y otros indicadores varios relacionados con la implementación de las políticas del BCCR.
2. Examinar los efectos de las modificaciones en la política cambiaria de los últimos años y el impacto reciente que dicha política ha tenido sobre el nivel de reservas monetarias internacionales.
3. Estudiar los cambios en la composición del crédito en moneda nacional y moneda extranjera, así como la exposición del país a choques externos.

Comportamiento de la inflación

La inflación en Costa Rica, medida por el cambio interanual en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), ha mostrado cambios importantes en su comportamiento durante los últimos 12 años. En el periodo comprendido entre el 2006 y el 2008 inclusive, la tasa de inflación se situó entre el 8 y el 16 por ciento; mientras que entre el 2015 y el 2017 logró situarse por debajo del 4 por ciento y por encima del menos uno por ciento, llegando a una tasa cercana al dos por ciento durante los últimos meses del 2017 y el primer trimestre del 2018. Durante 2018 y 2019, la inflación ha continuado rondando el dos por ciento.

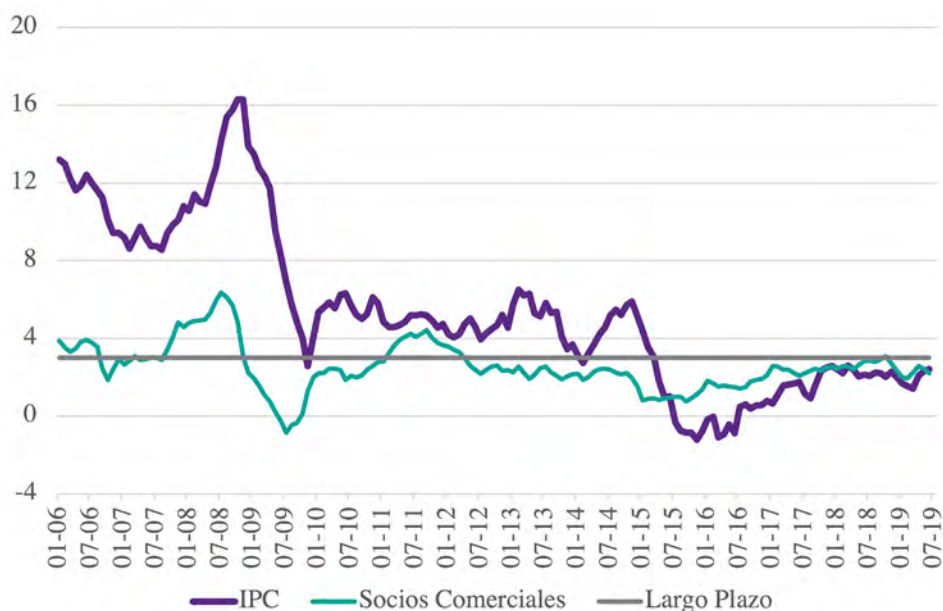
Menores niveles y fluctuaciones en la tasa de inflación se encuentran asociados a una menor incertidumbre de los agentes económicos, lo cual les permite reducir los riesgos de planear sus compras (en el caso de los consumidores) o de proyectos de inversión a futuro (en el caso de los empresarios). En general, este ambiente también se encuentra asociado con una mayor estabilidad del país, mejor funcionamiento de los mercados financieros y, potencialmente, mayor crecimiento económico (Naciones Unidas, 2018).

En el contexto de política monetaria, una inflación más baja y estable puede ser el resultado de una mejor aplicación de la política monetaria, o, alternativamente, un menor impacto de choques externos a la economía (Krause, 2017). Específicamente, para el caso de Costa Rica la baja gradual en los niveles de inflación a lo largo de los últimos doce años se debe en gran medida a la adopción paulatina de un sistema de metas de inflación por parte del Banco Central de Costa Rica (BCCR). Este consiste en un régimen de política monetaria en el que un banco central persigue el objetivo de una tasa de inflación explícita a mediano plazo, y anuncia al público esta meta de inflación. Las acciones del BCCR en el marco de

metas de inflación constituyen un conjunto de políticas monetarias, que tienen como propósito principal mantener estabilidad en los precios (Villamichel, 2013).

Asimismo, el contexto internacional ha sido muy favorable para la implementación de esta política, en términos de precios y tasas de interés; principalmente durante el periodo comprendido entre principios del 2014 y mediados del 2017, en donde se vivió un periodo de estabilidad de precios a nivel mundial con baja inflación general, e inclusive menores precios en energía y materias primas. El aumento de los precios de las materias primas desde finales de 2017 hasta finales de 2018 fue moderado, y durante el primer semestre de 2019 sufrió una leve caída.

Figura 1: Inflación doméstica, inflación de socios comerciales y meta de largo plazo actual del BCCR (puntos porcentuales)



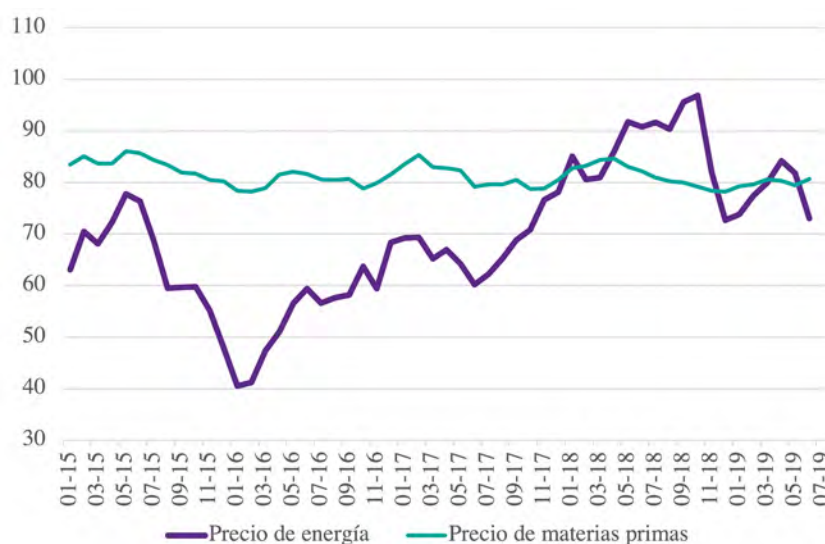
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica

En comparación con el primer semestre del 2016, periodo durante el cual la inflación registró tasas negativas, desde julio del 2016 los precios se han mantenido relativamente estables con una ligera tendencia hacia el alza, de manera que la inflación ha regresado gradualmente a valores interanuales cercanos al 2% desde el último trimestre del 2017 hasta el segundo trimestre del 2019 (figura 1). Durante ese mismo periodo, la inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica ha rondado entre

1,5% y 2,0%, por lo que la inflación en Costa Rica, después de 2 años de encontrarse persistentemente por debajo de la inflación externa, ha convergido durante el 2018 y el primer semestre del 2019 al nivel promedio internacional, en concordancia con el objetivo del régimen de metas de inflación.

Los cambios recientes en los niveles de inflación, en particular, los valores cercanos a cero y negativos durante el último semestre del 2015 y el primer semestre del 2016, y el aumento reciente en la inflación, se deben en parte al comportamiento de los precios del petróleo y de otras materias primas a nivel global (figura 2), los cuales sufrieron una baja considerable entre el 2015 y el 2016, y se han recuperado en el 2017, el 2018 y el 2019.

Figura 2: Índices de precios internacionales de energía y materias primas² (base 2013 = 100)



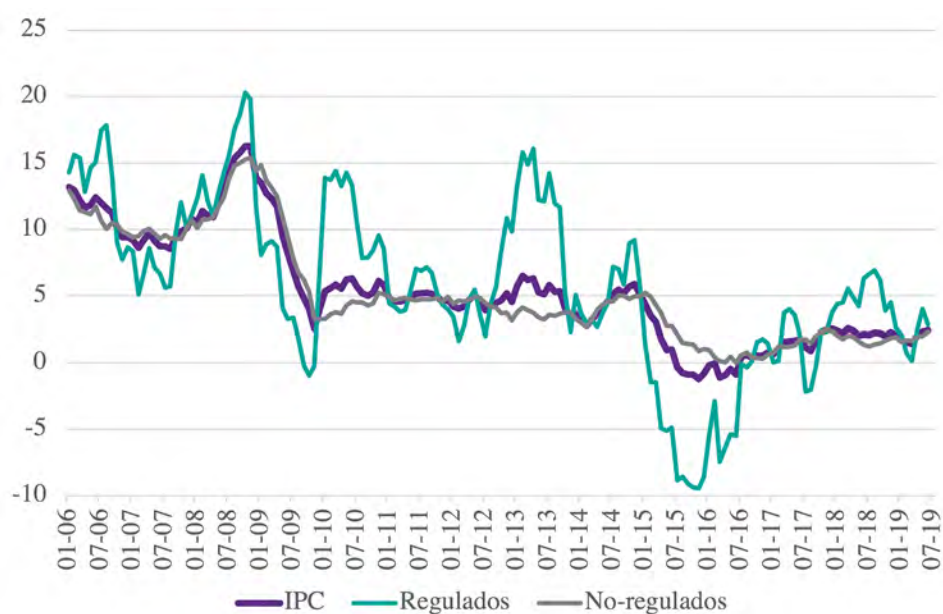
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial.

La evolución en el precio internacional del petróleo, al afectar las tarifas de los combustibles internamente, tiene un efecto sobre la fijación de precios y tarifas de otros bienes y servicios incluidos en la canasta del IPC, como los servicios de transporte público y electricidad, denominados efectos de segunda ronda; específicamente, para el caso de Costa Rica el traspaso de variaciones en los precios internacionales de los productos básicos hacia el IPC se ha fortalecido en magnitud y significancia estadística a lo largo del tiempo (BCCR, 2018a).

² El índice de precios internacionales de energía se construye como un promedio ponderado de los precios del carbón, petróleo y gas natural; y mientras que el índice de precios de las materias primas se mide utilizando los compuestos de precios de madera, algodón y caucho (Banco Mundial, 2017).

Estadísticamente, la volatilidad en los precios de energía y materias primas se traspasó en alguna medida a los precios de los bienes regulados a nivel interno. En el periodo 2015-2016 la evolución de dicho índice de precios estuvo por debajo de la inflación promedio; y desde principios del 2017 hasta el primer semestre del 2019 se ha mantenido muy cercana al promedio (figura 3).

Figura 3: Variación interanual del IPC y de los precios de bienes regulados y no regulados



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica

Por la parte de la aplicación de la política monetaria, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica anunció el 2 de febrero de 2018 de adoptar un esquema monetario flexible de meta de inflación. De esta forma completa el proceso de transición que dio inicio en el 2005 y, más concretamente, desde el 2008 cuando se instauraron un valor meta y límites superiores e inferiores para la tasa de inflación. La meta inicial de 5% anual en el mediano plazo se redujo a 4% a principios del 2014 y a su nivel actual de 3% (+/- 1%) desde inicios del 2016 (figura 4).

Cabe destacar que, dentro del marco de un régimen de meta de inflación, un activo muy importante para un banco central es la credibilidad, que se construye a través de la comunicación. Entre estos se encuentran la comunicación de diagnóstico, acciones y resultados (rendición de cuentas). Un elemento que es parte de la política que se debería comentar. Dos eventos ilustrativos que denotan ganancia en credibilidad en Costa Rica fueron los eventos cambiarios de mayo 2017 y de febrero 2018, los cuales se describen más adelante.

Figura 4: Variación interanual del IPC, el ISI y expectativas de inflación³ (puntos porcentuales)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica

Uno de los propósitos principales de un régimen de metas de inflación, además de velar por la estabilidad en el nivel promedio y varianza de la inflación, consiste en anclar las expectativas de inflación en aras de reducir la incertidumbre asociada con los cambios en los precios. Desde abril del 2015, dichas expectativas, medidas a través de una encuesta a empresarios, se han situado por debajo del 4%; no obstante, no han registrado niveles menores al 3,2%, aún en presencia de tasas negativas de inflación del IPC en el 2015 y 2016 y las bajas tasas de inflación prevalentes desde el 2017 hasta el primer semestre de 2019.

Una posible explicación de las discrepancias entre inflación actual y expectativas de inflación es que éstas últimas tienen un horizonte de mediano plazo; esto es, toman en cuenta factores estructurales, tales como las primas en los niveles de las tasas de interés a mediano y largo plazo, el comportamiento del tipo de cambio, y las perspectivas de crecimiento de la economía, que afectan los precios más allá de un periodo corto. Otra posibilidad es que el BCCR no esté transmitiendo bien sus logros, o que se requiera más tiempo para generar una mayor credibilidad de que las acciones del Banco conlleven a tasas bajas de inflación, aún en presencia de choque externos. Finalmente, el formato de encuesta que se emplea para recabar la información depende del grupo seleccionado para formar las expectativas.

³ La inflación subyacente (ISI) se calcula como el cambio interanual del IEF (Inflación subyacente, exclusión fija de agrícolas y combustibles).

En la Unión Económica y Monetaria Europea, por ejemplo, las expectativas se miden a través de indicadores en mercados financieros (*Credit Default Swaps*), lo cual suministra una medida más afín con el comportamiento de los mercados.

Es importante destacar que, en materia del análisis de la evolución de precios, la política monetaria se enfoca más bien en el comportamiento de la inflación subyacente, en lugar del índice de precios al consumidor, dado que consiste en un indicador que excluye las variaciones de precios de corto plazo originadas en choques de oferta y demanda, y que representa mejor el movimiento de los precios sobre los cuales la política monetaria sí tiene influencia. La inflación subyacente promedio (ISP) se calcula como el cambio interanual del promedio simple de cinco indicadores de precios: IEV (inflación subyacente, exclusión fija por volatilidad), IMT (Inflación subyacente, media truncada) IRV (Inflación subyacente, reponderación por volatilidad), IRP (Inflación subyacente, reponderación por persistencia), y IEF (Inflación subyacente, exclusión fija de agrícolas y combustibles). Este indicador se ha mantenido persistentemente en niveles cercanos a la inflación actual a partir del trimestre del 2016 hasta el primer semestre del 2019 inclusive. De hecho, ha rondado el 2% desde junio del 2017. Esto demuestra la efectividad de la política monetaria aplicada durante los tres últimos años, que ha contribuido a que la inflación subyacente se acerque al valor central de la meta de inflación.

Política monetaria y mercados financieros

La adopción oficial de un esquema monetario flexible de meta de inflación desde principios del 2018 implica que el BCCR le ha dado continuidad a una serie de medidas congruentes con los objetivos de actividad económica e inflación, prestando atención a los cambios en el grado de profundización de los mercados financieros. Ello implica un seguimiento de los principales agregados monetarios y financieros, en aras de ejercer mayor control de las fuentes estructurales de expansión de la liquidez resultante las presiones del déficit financiero y las mayores intervenciones en el mercado cambiario por parte del BCCR, como se detalla en la siguiente subsección (BCCR, 2019).

Los instrumentos principales de política monetaria con los que cuenta el BCCR en la actualidad para darle seguimiento a sus objetivos de estabilidad de precios y crecimiento sostenible de la actividad económica son el encaje mínimo legal (EML), los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) y la Tasa de Política Monetaria (TPM).

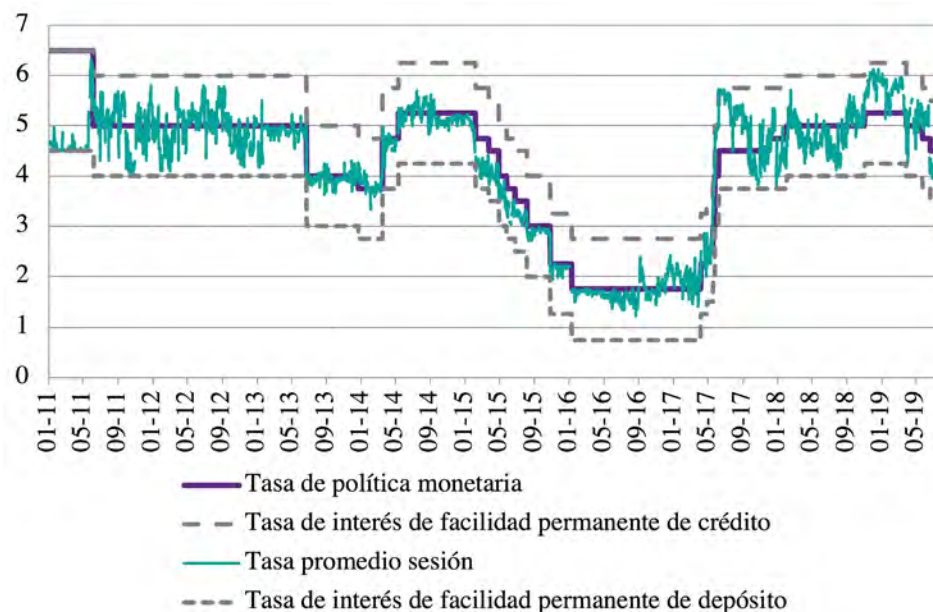
El EML consiste en un porcentaje que los intermediarios financieros deben de mantener como reserva con relación al total de sus pasivos, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y que deben de trasladar al BCCR. A través de dicho nivel de reservas el BCCR influye sobre los niveles de crédito, el medio circulante y las tasas de interés; consecuentemente, ello tiene un impacto sobre el gasto global de la economía, que necesariamente afecta la producción y el comportamiento de los precios. Desde el año 2005 el EML se ha mantenido en 15% para ambas monedas (SUGEF, 2017).

Los BEM son títulos de valor que el BCCR subasta por distintos plazos de captación: uno, tres, seis y doce meses. Su objetivo principal es captar exceso de liquidez en el sistema reduciendo la oferta de colones en el mercado. En particular, los BEM operan como instrumentos de gestión de deuda y la estrategia del BCCR, desde hace varios años, ha sido colocarlos a mayores plazos. Desde el 2008, su uso como instrumento de política monetaria se ha visto remplazado por un monitoreo de los agregados monetarios y por la fijación de tasas de interés de muy corto plazo, como se explica más adelante. (BCCR, 2018b).

La TPM, implementada desde el 2008, es la tasa referente del costo de fondos en el mercado de liquidez. Corresponde a la tasa de interés que cobra el BCCR en sus préstamos a los participantes del sistema financiero nacional a un día plazo. El objetivo de la TPM consiste en afectar los costos de financiamiento de las entidades financieras a través de préstamos del BCCR, para que ello, eventualmente, se traduzca en un cambio en las tasas pasivas y las tasas activas. (BCCR, 2019).

La TPM como instrumento de política y la conformación del corredor de tasas inició en 2011, en ese año se cambió su definición y pasó a ser una tasa de referencia. A partir de ese momento el BCCR provee el servicio de provisión de fondos a través del Mercado Integrado de Liquidez (MIL), en el cual participan los entes financieros regulados por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), la Superintendencia General de Seguros (SUGESE) y la Superintendencia de Pensiones (SUPEN) (Lancker, 2015). El MIL constituye el medio por el cual sus participantes negocian entre sí operaciones diferidas de liquidez, en moneda nacional y extranjera, siguiendo los lineamientos establecidos por el BCCR. Bajo este esquema, la TPM representa una tasa de referencia a la cual el BCCR realizaría préstamos a las instituciones financieras, mientras que la tasa de interés promedio de la sesión es la tasa actual bajo la que se llevan a cabo las transacciones entre las distintas entidades financieras (figura 5).

Figura 5: Tasa de política monetaria, facilidad de depósito, facilidad de crédito, y tasa promedio (puntos porcentuales)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica

Desde el 4 de enero del 2016 hasta el 5 de abril del 2017, la TPM se mantuvo constante al nivel de 1,75% hasta febrero del 2017. La baja TPM durante este periodo constituye evidencia de que la postura de la política monetaria hasta el primer trimestre del 2017 había sido expansiva (BCCR, 2016). A partir del segundo trimestre del 2017, se presentaron 7 incrementos en la TPM: el 6 de abril del 2017 (a 2,25%), el 27 de abril del 2017 (2.50%), el 19 de mayo del 2017 (3,00%), el 25 de mayo del 2017 (4,00%), el 8 de junio del 2017 (4,50%), el 30 de noviembre del 2017 (4,75%) y el 1 de febrero del 2018 (5,00%), con lo que la TPM retornó al nivel del periodo comprendido entre junio del 2011 y junio del 2013; y ligeramente por debajo del nivel que tuvo entre mayo del 2014 y febrero del 2015. Estos incrementos en la TPM son consecuencia de dos factores principales: en primer lugar, la política monetaria contractiva buscaba reducir el crecimiento de la liquidez en la economía, para así mantener la estabilidad en la demanda agregada y en el nivel de precios. En segundo lugar, formó parte de una serie de medidas implementadas por el BCCR para desincentivar la dolarización en la economía.

La tendencia se ha revertido en el 2019: De un nivel máximo de 5,25% a principios del 2019, el Banco Central redujo la tasa de política monetaria a un 5,00% el 28 de marzo de 2019; adicionalmente a un 4,75% el 23 de mayo de 2019 y a 4,50% el 20 de junio de 2019. Estas reducciones en la tasa de interés

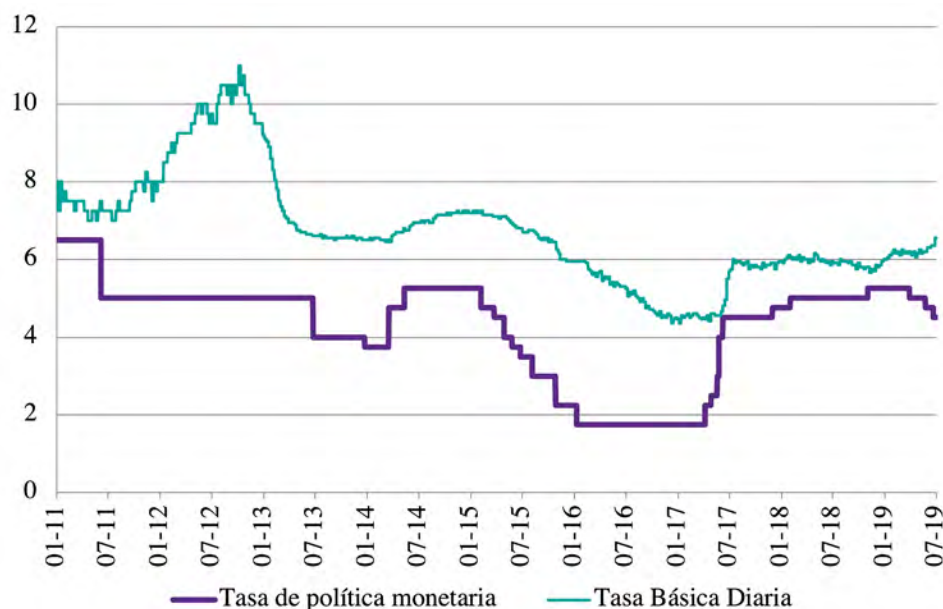
son parte de una política monetaria que se ha tornado menos restrictiva, a la vez que se han empezado a sentir los efectos de los aumentos en los impuestos sobre la demanda agregada.

En teoría, cambios en la TPM se debieran de reflejar en modificaciones proporcionales en las tasas pasivas. Esto por cuanto la TPM se puede considerar una buena aproximación del costo de fondos de los bancos comerciales cuando recurren a préstamos del BCCR, mientras que la tasa básica pasiva promedio (TBP) representa el costo medio de los fondos captados del público por parte de los bancos. Consecuentemente, la diferencia entre ambas tasas debería mantenerse relativamente estable; no obstante, ese no ha sido el caso en el periodo comprendido entre el primer semestre del 2017 y el primer semestre del 2018. Entre enero del 2017 y marzo del 2017, la brecha promedio entre la TPM y la TBP ascendió a 2,77 puntos porcentuales – casi idéntica a la métrica del último trimestre del 2016, posterior al ajuste que se había dado en el cálculo de la TBP (BCCR, 2018a). Desde entonces, la brecha entre las tasas se ha venido reduciendo: entre abril y junio del 2017 bajó a 1,52 puntos porcentuales; entre julio y septiembre del 2017 alcanzó 1,37 puntos porcentuales; durante el periodo comprendido entre octubre y diciembre del 2017 se redujo a 1,26%, y finalmente entre enero del 2018 y marzo del 2018 bajó a 1,11% (figura 6).

Durante el mismo periodo en el que la TPM se incrementó en 3,25% (de 1,75% a 5,00%), la tasa básica pasiva solo aumentó en promedio un 1,45% (de 4,55% a 6,00%). Por lo tanto, de acuerdo con esa métrica menos de la mitad del aumento en la tasa fijada por el BCCR se trasladó en un incremento en las tasas de captación promedio de los bancos comerciales. Ello constituye evidencia que la transmisión de la TPM hacia las tasas pasivas ha sido limitada y rezagada

Más recientemente, conforme se ha ido reduciendo la tasa de política monetaria en el 2019, se ha revertido el efecto: la tasa básica pasiva ha mantenido una leve tendencia hacia el alza. Es de esperar que dicha tendencia se revierta durante el segundo semestre del 2019, dado el efecto rezagado que tiene la tasa de política monetaria sobre las otras tasas de interés en el sector financiero costarricense.

Figura 6: Tasa de política monetaria y tasa básica pasiva (puntos porcentuales)⁴



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica

Más allá del comportamiento de las tasas de interés, el creciente servicio de la deuda pública puede haber tenido un impacto sobre el mercado de fondos prestables. Una forma de examinar la importancia del servicio de la deuda interna es compararla con el crecimiento del crédito interno del sector financiero. A diciembre del 2008, el pago de intereses y cancelaciones representaba una razón del 14,3% con respecto al tamaño de la cartera del sector financiero; dicha proporción se duplicó a diciembre del 2017, llegando a 30,1%. Esto implica que las necesidades internas de financiamiento del gobierno representarían casi una tercera parte de los préstamos totales que extiende el sector financiero en la actualidad, lo cual aumenta la competencia por fondos prestables hacia los créditos del sector privado (tabla 1).

⁴ En el 2016 la tasa básica pasiva bruta disminuyó 1,50% de los cuales 1,27% se explican por un cambio en la forma de cálculo (BCCR, 2017c).

Tabla 1: Servicio Total de la Deuda Interna y Crédito Interno Total del Sistema Financiero (millones de colones corrientes y constantes)

Año	Servicio de la deuda		Crédito del Sector Financiero		Servicio de la deuda como proporción del crédito (%)
	Colones corrientes	Colones constantes*	Colones corrientes	Colones constantes*	
2008	1 180 419	1 180 419	8 252 988	8 252 988	14,3%
2009	1 915 371	1 840 870	8 854 249	8 509 852	21,6%
2010	2 314 070	2 101 654	9 261 628	8 411 475	25,0%
2011	2 639 501	2 288 820	10 642 218	9 228 306	24,8%
2012	2 962 600	2 457 178	11 653 772	9 665 629	25,4%
2013	2 631 330	2 104 970	13 476 227	10 780 499	19,5%
2014	2 677 931	2 037 769	16 061 894	12 222 281	16,7%
2015	3 881 565	2 977 721	18 246 037	13 997 342	21,3%
2016	5 427 350	4 131 943	20 556 546	15 650 083	26,4%
2017	6 735 682	4 999 313	22 408 377	16 631 796	30,1%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica (*base=2008)

La creciente necesidad del gobierno en financiar el servicio de la deuda pública se traducirá, potencialmente, en un incremento en la captación de recursos financieros. De esta forma, se aumentaría la competencia en el mercado de fondos prestables, con efectos en el mediano plazo sobre el crédito al sector privado y la efectividad de la política monetaria (Krause, 2017).

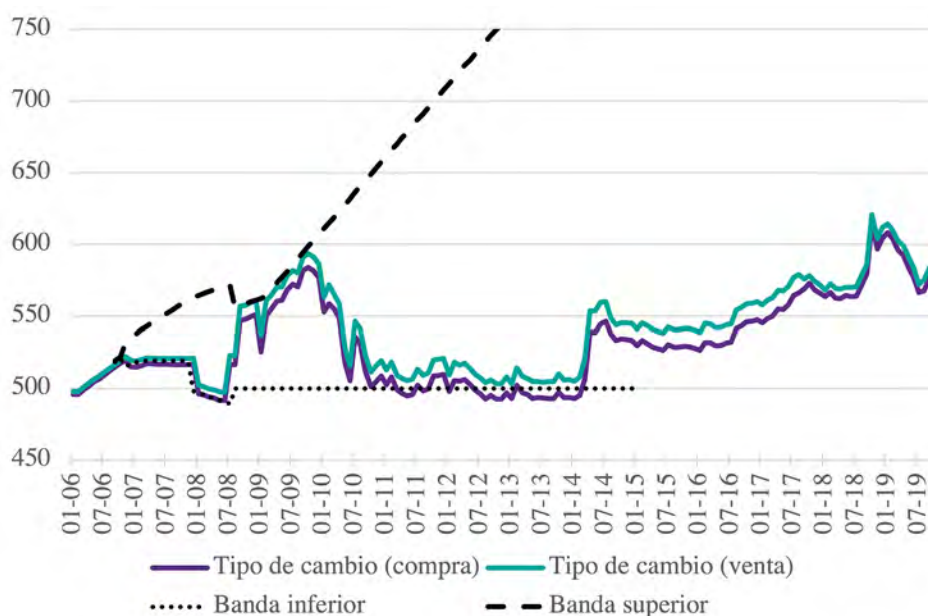
Las presiones que tiene aumento del déficit fiscal sobre las otras tasas de interés, si bien no se presentan en el corto plazo, tiene efectos en el mediano y largo plazo. La evidencia sugiere que el déficit fiscal impacta la TBP en periodos mayores a un año, confirmando así que el Ministerio de Hacienda, al recurrir al mercado financiero por recursos para cubrir la brecha fiscal, está afectando las tasas de interés de mercado (Valverde Obando, 2017).

Política cambiaria y el mercado de divisas

Los últimos doce años se han caracterizado por la evolución de un sistema cambiario de mini-devaluaciones hacia uno de flotación administrada. Bajo el régimen de transición de banda cambiaria – vigente entre el

17 de octubre del 2006 hasta el 30 de enero del 2015 – el BCCR establecía un límite inferior y un límite superior para el tipo de cambio nominal, e intervenía por medio de operaciones de compra-venta si el precio del dólar se acercaba a los límites establecidos. Bajo la flotación administrada el tipo de cambio se mueve de forma más libre, pero el BCCR se reserva el derecho de intervenir para estabilizar el precio de la divisa, en caso de que las condiciones lo ameriten. Durante el periodo comprendido entre enero del 2006 y junio del 2019, el tipo de cambio de venta se ha situado entre 491 colones por dólar y 621 colones por dólar (figura 7).

Figura 7: Evolución del tipo de cambio en MONEX durante y después del régimen de banda cambiaria (colones por EUA dólar)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica

Durante el periodo comprendido entre julio del 2016 hasta junio del 2019 se puso a prueba el sistema cambiario actual de flotación administrada. En los dos años anteriores el tipo de cambio se había mantenido relativamente estable, fluctuando entre 540 y 550 colones por dólar. Conjuntamente, durante el segundo semestre del 2016 y el primer trimestre del 2017 el colón se depreció casi un 6%; significativamente por encima de la inflación anualizada de menos de un 1% durante ese mismo periodo. La tendencia se revirtió entre julio del 2017 y desde ese momento hasta julio del 2018, el tipo de cambio de cambio se revalorizó de 580 colones por dólar a 570 colones por dólar. Los últimos 12 meses han mostrado una

mayor fluctuación en el tipo de cambio: el precio de la divisa alcanzó 621 colones en octubre del 2018, para situarse a partir de julio de 2019 por debajo de los 580 colones (figura 8).

Figura 8: Evolución del Tipo de cambio nominal) y FLAR



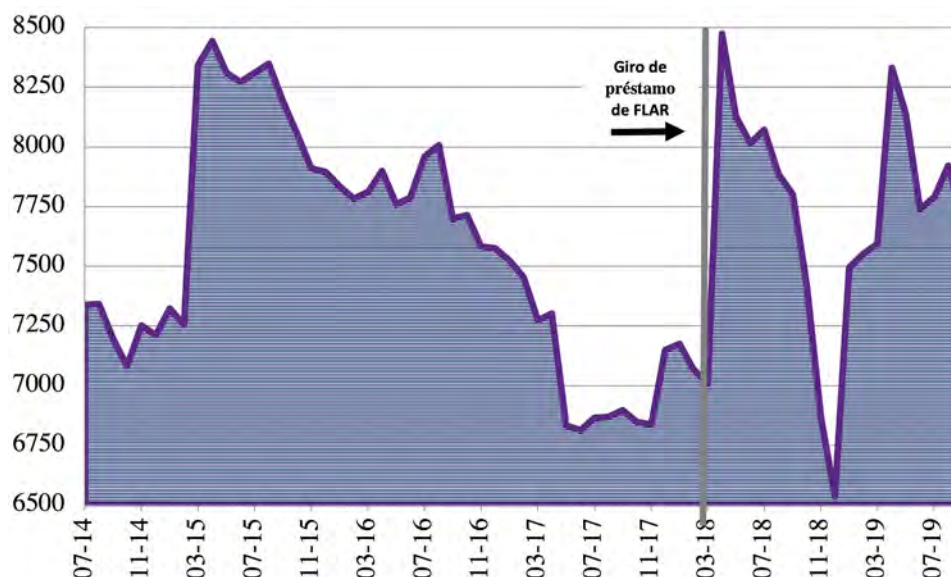
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica

Las Reservas Internacionales Netas (RIN), las cuales consisten en depósitos de moneda extranjera mantenidos por el BCCR, experimentaron importantes cambios durante los últimos años. Bajo el sistema de banda cambiaria, las RIN pasaron de 2.882 millones de EUA dólares en octubre del 2016, a 7.324 millones de EUA dólares en enero del 2015, hasta llegar a un nivel máximo durante el periodo de estudio de 8.444 millones de EUA dólares en abril del 2015. Dicha acumulación se debió a que el BCCR tuvo un mayor volumen en la intervención de la compra de divisas para evitar que el tipo de cambio se redujera por debajo del límite inferior de la banda, en comparación con las intervenciones de ventas de divisas destinadas a mantener el precio de la divisa por debajo de la banda inferior (figura 9).

Figura 9: Reservas internacionales netas (millones de EUA dólares)



Durante los últimos tres años, la tendencia de las RIN se ha revertido: entre abril del 2015 y diciembre del 2016 se presentó una caída en las reservas de 870 millones de EUA dólares; mientras que a junio del 2017 las RIN se redujeron en 761 millones de EUA dólares adicionales, para situarse en 6.183 millones al final del segundo semestre del 2017. Al cierre del primer trimestre del 2018, las RIN se habían recuperado a un nivel de 8.474 millones de EUA dólares – monto que incluye el préstamo de 1.000 millones de EUA dólares que se obtuvo del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), girado el 9 de marzo del 2018, lo cual se detalla más adelante (figura 10).

Figura 10: Reservas internacionales netas (millones de EUA dólares) y FLAR

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central de Costa Rica

Ante los distintos incrementos en el tipo de cambio durante el primer semestre del 2017, el BCCR adoptó varias medidas con el fin de estabilizar el precio de la divisa, con esfuerzos destinados tanto a aumentar la oferta, como a reducir la demanda de dólares en la economía. Entre las acciones principales se encuentran: (i) Aumentar la TPM en 300 puntos base, entre abril y noviembre del 2017, con el objetivo de elevar el premio por ahorrar en colones, como se explica en la sección anterior; (ii) activar la intervención cambiaria “entre días”, utilizando para ello 1.000 millones de EUA dólares de sus activos de reservas; (iii) solicitar un crédito de apoyo de balanza de pagos al FLAR, por 1.000 millones de EUA dólares; dicho préstamo fue solicitado en junio del 2017 y aprobado el 2 de octubre del 2017 (BCCR, 2018b).

De acuerdo con el BCCR, el objetivo del préstamo del FLAR fue un fortalecimiento de RIN, a su vez una señal al mercado de que se tenía el “músculo” para atender los requerimientos de divisas de la economía. Con solo el anuncio, se moderó la tendencia a la depreciación del colón observada principalmente en mayo 2017. La decisión de contratar el crédito por consistía en fortalecer la posición de reservas internacionales y dar espacio a las medidas adoptadas por la entidad, en procura de la estabilidad macroeconómica del país.

El préstamo solicitado al FLAR tiene un plazo de tres años y se debe de saldar un interés equivalente a la tasa Libor a 3 meses más un margen máximo de 400 puntos base. A diferencia de créditos obtenidos en el pasado de otros organismos financieros, no impone ninguna condicionalidad sobre el accionar en

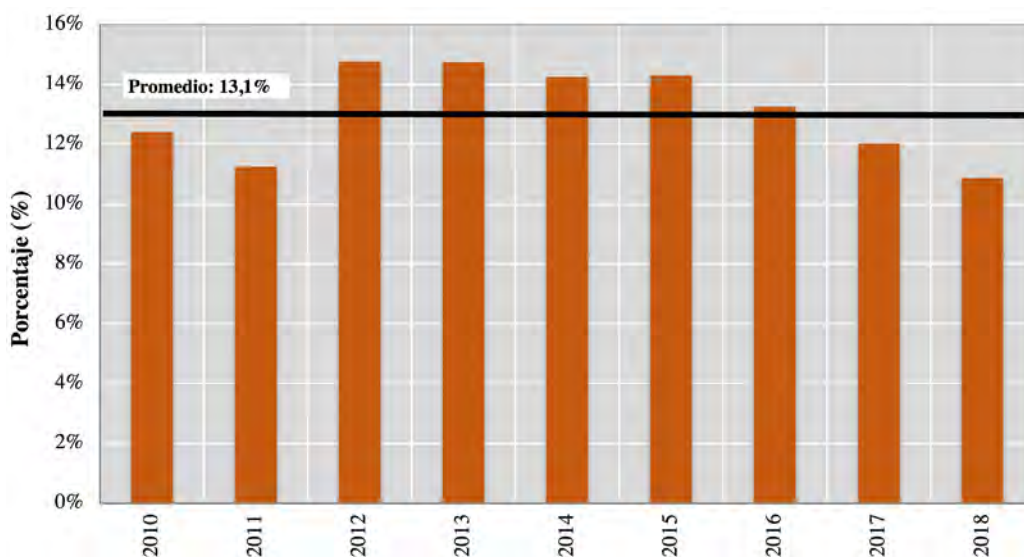
materia de política económica; no obstante, dentro del acuerdo suscrito, se señala de forma explícita la urgencia de que Costa Rica reduzca su déficit fiscal.

Más allá de la aprobación del crédito en octubre del 2017, el solo anuncio de la solicitud del préstamo en junio del 2017 vino acompañado de una leve apreciación de la moneda en los meses subsiguientes (figura 8) y de un alto a la caída en las RIN (figura 10). Por lo tanto, generó un efecto de credibilidad del BCCR en la intervención en el mercado cambiario.

El resultado del préstamo fue no sólo la intervención en el precio de la divisa, sino también regresar a un nivel de las RIN consistente con la coyuntura de la economía nacional y que disminuya la exposición a perturbaciones externas. Existen dos formas de establecer cuáles serían los requerimientos de RIN necesarios para mantener estabilidad en la balanza de pagos: una es a través de la relación de reservas con respecto al PIB, y la otra es basado en cuántos meses de importaciones (egresos de dólares) pueden ser financiados a través de las reservas.

De acuerdo con el Plan Estratégico del Banco Central 2015-2018, el nivel óptimo de las RIN se ubica en la actualidad entre 11% y 15% del PIB, aceptando fluctuaciones entre estos valores que resulten de las intervenciones del BCCR en el mercado cambiario (BCCR, 2016). Durante los últimos 8 años, efectivamente, la relación entre el saldo de las RIN y la producción nacional ha sido de 13,4% y desde el 2012 no ha bajado del 12%, dentro del rango óptimo promulgado por el BCCR (figura 11).

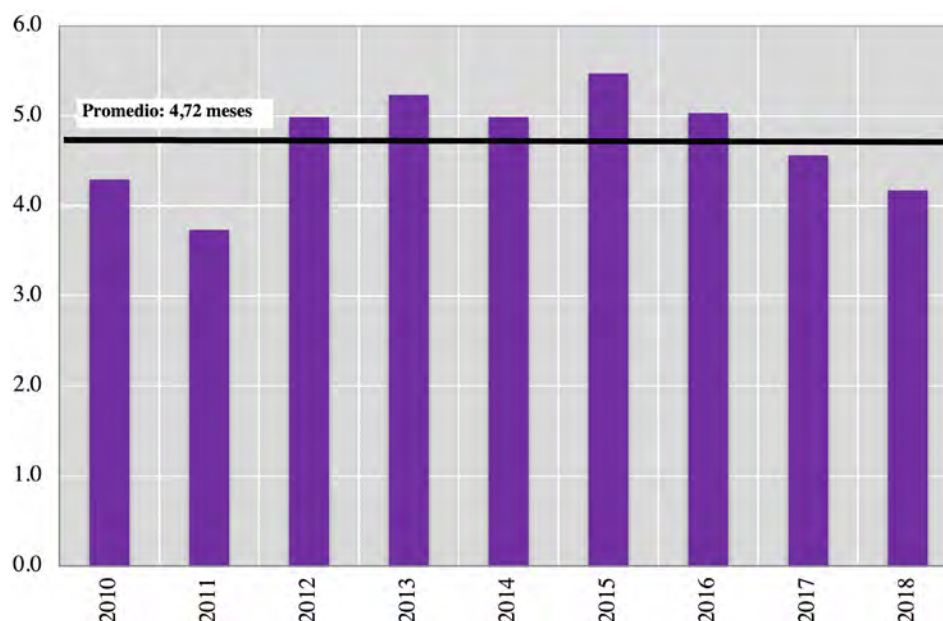
Figura 11: Reservas internacionales netas como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en cifras de BCCR.

Alternativamente, es posible analizar el nivel de las RIN en relación con las importaciones del país (figura 12). En esta situación, se visualiza el uso de reservas para necesidades inmediatas de divisas. Para el caso de Costa Rica, el nivel promedio de los últimos 8 años es de 4,8 meses, y desde el 2012 se encuentra consistentemente por encima del valor de 4 meses recomendado para economías pequeñas y abiertas como la costarricense (Muñoz Salas y Tenorio Chaves, 2010).

Figura 12: Reservas internacionales netas (meses de importaciones cubiertos por reservas)



Fuente: Elaboración propia con base en cifras de BCCR.

Observaciones finales

El presente estudio analiza el desempeño de la política monetaria y cambiaria en Costa Rica durante los últimos años, con particular énfasis en los acontecimientos durante 2018 y el primer semestre de 2019.

En términos generales, Costa Rica ha mostrado una estabilidad monetaria y cambiaria, la cual en parte motivó el anuncio del Banco Central de Costa Rica (BCCR) en enero del 2018 sobre la adopción oficial de un esquema monetario flexible de meta explícita de inflación. La adopción de este esquema no ha implicado cambios drásticos en materia monetaria, dado que el BCCR ha realizado una transición gradual del mismo.

Si bien el país ha mantenido estabilidad monetaria, existen dos vulnerabilidades importantes: i) la desacumulación de reservas monetarias internacionales durante el primer semestre de 2017 y posteriormente a finales de 2018; y ii) las presiones sobre las tasas de interés generadas por el creciente déficit fiscal. Dicha coyuntura podría generar presiones sobre los precios, el tipo de cambio y las tasas de interés en el corto plazo. Además, una mayor preferencia por la moneda extranjera y una mayor incertidumbre de los agentes económicos respecto al entorno económico, han generado presiones sobre el tipo de cambio y el nivel de reservas internacionales netas en el último año.

Referencias

- Banco Central de Costa Rica. 2017. Informe de Inflación. San José, Costa Rica. Diciembre 2017.
- Banco Central de Costa Rica. 2018a. Informe de Inflación. San José, Costa Rica. Diciembre 2018.
- Banco Central de Costa Rica. 2018b. Programa Macroeconómico 2016-2017. San José, Costa Rica. Febrero 2018.
- Banco Central de Costa Rica. 2019. Programa Macroeconómico 2017-2018. San José, Costa Rica. Febrero 2019.
- International Monetary Fund. 2018. World Economic Outlook. Update. Abril 2018.
- Krause, Stefan. 2017. Situación Monetaria en Costa Rica. Ponencia preparada para el XXIII Informe Estado de la Nación 2016. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica.
- Lankester, Valerie. 2015. Análisis de la política monetaria del 2014. Ponencia preparada para el XXI Informe Estado de la Nación 2014. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica.
- Naciones Unidas. 2018. Situación y Perspectivas de la Economía Mundial 2018. Development Policy & Analysis Division.
- SUGEF 2017. Reporte sobre Encaje Mínimo Legal. https://www.sugef.fi.cr/reportes/indice_de_reportes/EncajeMinimo.html
- Valverde Obando, Gisella. 2017. Déficit fiscal, tasas de interés e inflación: aplicación de un modelo VAR. Documento de Trabajo. Ministerio de Hacienda, San José, Costa Rica.
- Villamichel, Pablo. 2013. Tasas de interés variables y la transición a un sistema de metas de inflación. Ponencia preparada para el XIX Informe Estado de la Nación 2012. Programa Estado de la Nación, San José, Costa Rica.
- World Bank 2018. World Bank Commodities Price Data (The Pink Sheet).