

## COMENTARIOS SOBRE EL PROGRAMA MACROECONÓMICO 2015-2016 DEL BANCO CENTRAL\*

*Eduardo Lizano*

### Resumen

Dos son las preocupaciones de cualquier banquero central: alcanzar los objetivos de la institución y prepararse para hacerle frente a la próxima crisis. Bajo este marco, el presente estudio tiene como objetivo examinar el Programa Macroeconómico (PM) del Banco Central de Costa Rica para los años 2015 y 2016. Se analizan tres aspectos del PM, a saber: la sustitución del régimen de bandas cambiarias por uno de flotación administrada, la disminución de la tasa de interés de la política monetaria y el aumento del blindaje del Banco Central. Además, se presentan algunas interrogantes y lagunas generadas a partir del PM. Se concluye que una laguna importante del PM se refiere a la ausencia de un planteamiento por parte del Banco Central sobre su política relacionada con la estabilidad del sector financiero y sobre las medidas que se vería obligado a tomar de no contenerse el problema de las finanzas públicas en el futuro inmediato.

- \* Basada en la exposición en el Seminario de la Academia de Centroamérica El Programa Macroeconómico del Banco Central y el Plan de Trabajo de la Superintendencia General de Entidades Financieras, 3 febrero de 2015 y en la reunión del Programa Visión de la Academia de Centroamérica 8 de abril de 2015

**EDUARDO LIZANO**

Asociado de la Academia de  
Centroamérica



## ÍNDICE

I. El marco general de referencia .....	3
II. Los principales puntos del Programa Macroeconómico.....	5
III. Los interrogantes.....	8
IV. Las lagunas.....	9
V. Conclusiones.....	14
Bibliografía.....	16

## I. EL MARCO GENERAL DE REFERENCIA

Dos son los desvelos de los banqueros centrales, alcanzar los objetivos de la institución y prepararse para hacerle frente a la próxima crisis. Estas preocupaciones los obligan a dormir siempre con un ojo abierto, a pesar de la incomodidad que ello representa. Es conveniente, por consiguiente, examinar el Programa Macroeconómico (PM) del Banco Central (BC) para los años 2015 y 2016, a la luz de estas dos consideraciones.

A. En cuanto a los objetivos es necesario reiterar dos puntos:

- a) El primero se refiere a cómo se fijan los objetivos. Varias han sido las opciones:
  - Disposiciones establecidas en la legislación pertinente. Con frecuencia, ésta es de carácter suficientemente general como para permitir al Banco Central interpretarla de forma amplia. En efecto, cuando el BC desea decir no, la interpreta de manera restringida; cuando quiere decir sí de manera laxa.
  - Mandato de alguna institución vinculante para el BC. Este es el caso, por ejemplo, de Inglaterra en donde la meta de inflación la establece el Ministerio de Hacienda y es de acatamiento obligatorio para el banco central.
  - Decisiones tomadas por los órganos directores del BC. Así, por ejemplo, en Costa Rica la Junta Directiva decide acerca del régimen monetario (metas flexibles de inflación) y del cambiario (tipo de cambio fijo, “minidevaluaciones”, bandas cambiarias o flotación administrada). En otros casos, el BC ha requerido legislación expresa para poder actuar, por ejemplo, cuando se ha tratado de adoptar medidas relacionadas con el control de los movimientos de capital del extranjero.
- b) La segunda se relaciona con los objetivos concretos del BC. En el transcurso del tiempo, en especial como consecuencia de la reciente crisis financiera internacional, se ha complicado, de manera considerable, la tarea del BC al

ampliarse el número de sus objetivos. Al respecto se mencionan cuatro, a saber:

- alcanzar las metas de inflación<sup>1</sup>;
- ayudar a reducir la brecha entre el PIB potencial y el PIB observado<sup>2</sup>;
- mantener la estabilidad del sector financiero<sup>2</sup>, y
- tratar de evitar la variación del tipo de cambio real<sup>2,3</sup>.

Esta multiplicación de objetivos plantea al BC problemas complejos. De una parte, la posibilidad de contradicción o incoherencia entre los diversos objetivos y de otra, la necesidad de contar con instrumentos adicionales para poder alcanzarlos. De ahí surgen dos “trilemas” a los cuales debe hacer frente el BC. De una parte, el “trilema” de la política monetaria, la imposibilidad de lograr simultáneamente: mantener el tipo de cambio fijo, abrir la cuenta de capital y establecer la tasa de interés de política monetaria. De otra parte, el “trilema” de la política financiera, imposibilidad de lograr de manera simultánea la estabilidad financiera, la integración al sistema financiero internacional (cuenta de capital abierta) y el control sobre la política financiera.

- B. La segunda preocupación del BC se refiere a la necesidad de prepararse ante la próxima crisis. Esta siempre está a la vuelta de la esquina. No se sabe cuándo ocurrirá, ni dónde, tampoco cuán severa será. No hay duda, sin embargo, de que ocurrirá. Un país pequeño como Costa Rica no puede evitar los efectos de las crisis de origen externo. No le queda más remedio que prepararse para hacerles frente. No es este el caso en relación con las crisis de origen interno. Evitarlas es responsabilidad de las autoridades nacionales. El BC juega, evidentemente, un papel preponderante cuando se trata de crisis que pueden originarse en las políticas del mismo BC.

El BC también tiene injerencia cuando se trata de evitar las crisis del sector financiero, consecuencia de la acumulación de riesgos sistémicos o del contagio producido por el comportamiento de los intermediarios financieros. En ambos casos, la participación del BC en el seno del Consejo Nacional de Supervisión del

- 
- 1 La responsabilidad del banco central consiste en “... hitting their inflation target..., help to close the output gap..., to ensure financial stability”, Eichengreen and Weder (2015).
  - 2 “Central Banks in small open economies should openly recognize that Exchange rate stability is part of their objective function” Blanchard et al. (2010, p. 13).
  - 3 Para entender como quince países con economías de mercado emergentes, cinco de ellos latinoamericanos, incluyen en el cálculo de la Regla de Taylor el tema relacionado con el tipo de cambio real, puede consultarse Ostry et al. 2012, p. 8 y Ghosh et al. 2014, p. 5.

Sistema Financiero (CONASSIF) es de gran importancia para lograr el objetivo de la estabilidad financiera.

La otra causa de crisis internas está relacionada con políticas fiscales desacertadas. La sucesión de déficits fiscales y el consiguiente endeudamiento público han sido causa, en no pocos países, de crisis de graves consecuencias económicas y sociales. Al respecto, el BC si bien puede plantearle al país el peligro que corre, no tiene facultades para corregir una situación de esta naturaleza.

Se trate de crisis de origen interno o externo, el BC debe prepararse:

- La regulación y supervisión macro y micro prudencial es determinante como medida preventiva de crisis originadas en el sector financiero. El BC debe propiciar esta política de manera directa, en algunos casos y, en otros, mediante su participación activa en el CONASSIF.
- La política monetaria y cambiaria prudente, incluida la acumulación de reservas monetarias internacionales (RMI)<sup>4</sup>, es el antídoto adecuado para evitar crisis que pueden originarse en la institución misma.

A la luz de estas preocupaciones del BC y del marco general de referencia se pasa ahora a comentar el Programa Macroeconómico del BC en la próxima sección.

## II. LOS PRINCIPALES PUNTOS DEL PROGRAMA MACROECONÓMICO

Cinco puntos, en especial, llaman la atención, a saber: el compromiso con la estabilidad de precios, el régimen de la banda cambiaria se sustituye por el de la flotación administrada, la disminución de la tasa de interés de la política monetaria (TIPM), el aumento del “blindaje” del BC y establecer a las nuevas operaciones de endeudamiento externo de mediano y largo plazo una tasa de encaje mínimo legal del 15 por ciento. A continuación se comentan estos temas.

### A. La meta de inflación

- El BC establece en el PM una meta de inflación de 4 por ciento con un margen del +/-1 por ciento. En consecuencia, la inflación en 2015 se acercará más al 4 por ciento, con lo cual sería, aproximadamente, 1 por ciento menor que la del año pasado.
- El BC reitera así su compromiso con la estabilidad de precios.

<sup>4</sup> El “blindaje” no debería limitarse solo al BC sino abarcar también a otros intermediarios financieros.

## B. La flotación administrada.

Se abandona el régimen de la banda cambiaria, vigente aproximadamente durante seis años y se sustituye por el régimen cambiario de la flotación administrada.

- i. Debe observarse que no se trata de una flotación simple y pura, sino de una flotación “administrada”. El BC intervendrá en el mercado cambiario no sólo para satisfacer sus necesidades propias y las del Sector Público, sino que participará “... en el mercado cambiario con el fin de evitar las fluctuaciones violentas en el tipo de cambio” (p. 5). Queda a discreción del BC la definición de cuando una fluctuación del tipo de cambio nominal se considera “violenta” y cuando no.
- ii. Como consecuencia de esta decisión del BC no deben esperarse efectos importantes en el mercado cambiario. Esto por cuanto, para efectos prácticos, ya desde hace más de medio año el comportamiento del BC en el mercado cambiario no correspondía a un régimen de banda cambiaria, sino a un régimen de flotación administrada *de facto*, según lo ha indicado el mismo BC. En efecto, el régimen de banda cambiaria había dejado de cumplir su cometido. En consecuencia, los agentes económicos ya habían asimilado el cambio de un régimen por otro. Así, en realidad la decisión del BC consiste en pasar de un régimen de flotación administrada *de facto* a uno de flotación administrada *de jure*.
- iii. La intervención del BC en el mercado cambiario puede ser más frecuente que en el caso del régimen de la banda cambiaria. En efecto, en este último régimen cambiario, en sentido estricto, el BC participa en el mercado cambiario solo cuando el tipo de cambio nominal sobrepasa el “techo” o cae por debajo del “piso” de la banda. Ahora bien, en el régimen de flotación administrada, el BC intervendrá, mediante la venta de divisas en el mercado cambiario, cada vez que lo considere necesario para evitar fluctuaciones “violentas” del tipo de cambio nominal.
- iv. También puede el BC intervenir en el mercado cambiario para evitar que el tipo de cambio se aporte de la tendencia del mercado (intervención inter día).

## C. La tasa de interés de política monetaria.

El PM contempla la disminución de la TIPM en 50 puntos base.<sup>5</sup> Esta medida tiene una importancia muy significativa. No solo por su efecto en las tasas de interés pasivas (costo del fondeo de los bancos) y activas, sino por el mensaje del BC a los agentes económicos. Esta medida se relaciona con la disminución del precio

---

5 La posibilidad del BC de mantener esta medida depende, en buena medida, de los requerimientos de colones de parte del gobierno para financiar el déficit fiscal.

del petróleo lo cual aumenta el margen de acción del BC. Ante esta caída el ente emisor podía:

- Permitir que el efecto de esa disminución incida solo en la tasa de inflación. De esta manera, la meta de inflación del BC podría ser menor, de la que contempla el PM.
- Aprovechar la disminución para dar más “oxígeno” a la economía mediante el abaratamiento (menor tasa activa de los bancos comerciales) del crédito, como consecuencia de la disminución del costo del fondeo de los bancos comerciales, resultado, a la vez, de una menor TIPM.
- Utilizar el mayor margen de acción del BC para aumentar sus RMI.

El BC actuó salomónicamente en el PM al aprovechar la caída de los precios del petróleo para los tres propósitos, a saber: disminuir la TIPM en 50 puntos básicos, establecer la meta de inflación en  $4 \pm 1$  por ciento y aumentar sus RMI en 800 millones dólares (sea un poco más del 1,5 por ciento del PIB). El mensaje del BC a los agentes económicos, los sectores políticos y a la opinión pública en general es clara. Se trata de poner de relieve que su objetivo no se circunscribe tan sólo a disminuir la inflación, sino que también busca el crecimiento económico así como prepararse para hacer frente a la próxima crisis. De hecho, el BC pudo haber dado rienda suelta al empeño por disminuir la meta de inflación pero no lo hizo. Tomó en consideración el crecimiento de la economía, lo cual es una buena noticia para el país.

#### D. La acumulación de RMI

Otra buena noticia del PM es la decisión del BC de adquirir US\$800 millones para aumentar sus RMI y mejorar así su “blindaje”. Aumentar las RMI alrededor del 15-16 por ciento del PIB es, sin duda, una decisión acertada.

Es importante tener presente que el BC se encuentra en una buena posición para lograr esta meta sin poner en peligro su meta de inflación. En efecto, la presión inflacionaria, consecuencia de la acumulación de RMI, podría ser compensada por la tendencia a la baja de la inflación resultado de la caída del precio del petróleo.

#### E. El encaje legal a operaciones de endeudamiento externo.

El BC ya había establecido el encaje a las operaciones de endeudamiento externo de corto plazo. Ahora se trata de extender la misma medida a las de mediano y largo plazo. Esto según el BC “...con el propósito de que las tasas de interés en moneda extranjera incorporen los riesgos asociados al uso de recursos externos en el proceso de intermediación financiera”. (PM, p. 4).

### III. LOS INTERROGANTES

No es posible elaborar un programa ambicioso como el PM sin que se deslicen algunos puntos cuyo planteamiento requiere mayor explicación. A continuación se mencionan algunos de los más notorios.

- i. La tasa de crecimiento del PIB para el año 2015, prevista por el BC (3,4 por ciento), es prácticamente igual a la del año 2014 (3,5 por ciento). Esto a pesar de varios elementos favorables para alcanzar un mayor crecimiento económico en el presente año tales como:
  - la disminución de la TIPM;
  - el aumento del ingreso nacional disponible como consecuencia de la caída del precio del petróleo;
  - la disminución del precio de los combustibles y su efecto en la inflación;
  - el mayor crecimiento de la economía de EE.UU., lo cual facilita las exportaciones costarricenses a ese país.

Deben existir importantes obstáculos para impedir que la economía nacional pueda crecer en 2015 de manera más acelerada que en 2014, además del impacto de la salida de INTEL y el efecto climático del Niño. Una explicación más amplia del BC sería bienvenida.

- ii. A pesar de la disminución de la TIPM el BC prevé que el crédito bancario al sector privado crecerá en el mismo porcentaje en 2015 (12,8 por ciento) y en 2014 (12,9 por ciento). Esto significaría que:
  - la menor TIPM tiene poca incidencia en la tasa de interés pasiva y activa de los bancos o bien que se requiere de cierto tiempo para poder observar su efecto, quizás en 2016 y no en 2015;
  - la demanda de crédito privado tiene poca elasticidad en relación con variaciones de la tasa de interés activa; es decir, la demanda depende en mayor grado de otros factores. Una mayor explicación del BC sobre este tema sería conveniente.
- iii. El BC decide aumentar las RMI en US\$800 millones en los 24 meses de los años 2015 y 2016. Dos puntos llaman la atención:
  - en el año 2015 se da un aumento de la relación RMI/PIB de 14,6 por ciento a 15,4 por ciento. Sin embargo, dicha relación disminuye en el año siguiente al pasar de 15,4 por ciento en 2015 a 15,0 por ciento en 2016.



- en el año 2015 se prevé un aumento de las RMI de US\$927 millones y de US\$300 millones en 2016 (cuadro 9 Balanza de Pagos, p.32 del PM), lo cual sobrepasa con creces el aumento propuesto de US\$800 millones para esos dos años. La diferencia se debe, posiblemente, al depósito en divisas del gobierno en el BC o al monto de los encajes en moneda extranjera de los bancos comerciales en el BC, fondos estos que no serían “propiedad” del BC como sí lo serían los US\$ 800 millones a los cuales se hace mención en el PM. La aclaración, por parte del BC, sería conveniente.

## IV. LAS LAGUNAS

No basta con referirse a los temas incluidos en el PM tal como se ha hecho en los acápite anteriores. También es necesario analizar otros temas que debieron haberse abordado, pero que se quedaron en el tintero. Unos son de carácter específico, otros de naturaleza más general.

### 1. Las lagunas de carácter específico.

#### A. La política cambiaria.

En relación con la política cambiaria, el PM peca de falta de precisión tanto en cuanto al tipo de cambio nominal, como al tipo de cambio real.

- a) En cuanto al tipo de cambio nominal se indica que el objetivo consiste en evitar las fluctuaciones “violentas”. Además, el BC indica que las reglas de intervención en el mercado cambiario vigentes se mantendrán sin modificación alguna. Es decir, la política cambiaria bajo el régimen cambiario de la flotación administrada *de jure* se manejará de igual manera como se hizo durante el período de la flotación administrada *de facto*.

Ahora bien, la aplicación de esas reglas de intervención, en los últimos meses, ha dado como resultado, fluctuaciones de poco monto. Dificilmente pueden considerarse como “violentas”. Por ello, para efectos prácticos, la situación se asemeja a un régimen cambiario de tipo de cambio fijo más que a uno de flotación administrada *de facto*. Cabe preguntarse si, en realidad, el BC ha decidido adoptar un régimen cambiario de flotación administrada *de jure*, pero en la práctica uno de tipo de cambio fijo.

No es difícil estar de acuerdo con el BC en cuanto a la conveniencia de evitar las fluctuaciones “violentas” del tipo de cambio nominal. Sin embargo, cuando se define la fluctuación “violenta” de manera tal que el régimen

cambiario se asemeja mucho al régimen de tipo fijo de cambio<sup>6</sup>, entonces no es difícil estar en desacuerdo con el BC. En efecto, las decisiones de los agentes económicos (consumidores, ahorrantes, inversionistas, productores, intermediarios financieros) basadas en la creencia de que existe de hecho un tipo de cambio fijo, generan riesgos sistémicos que bien puedan acarrear graves consecuencias para la estabilidad del sector financiero. En un régimen cambiario de flotación administrada, las fluctuaciones del tipo de cambio nominal han de ser tales que los agentes económicos se vean obligados a dar debida consideración a las posibles variaciones del tipo de cambio nominal. Esto sobre todo ante la disminución de la demanda de dólares, debida a la disminución del valor de las importaciones de petróleo y al aumento de la oferta de dólares, consecuencia del aumento del endeudamiento externo del gobierno. Cabe entonces preguntarse si el BC no debería adoptar como guía para administrar la flotación cambiaria el adagio popular “ni tanto que queme al santo ni tan poco que no lo alumbre”. ¿Debe entonces plantearse la cuestión de si las reglas de intervención vigentes no tendrían que modificarse? En otras palabras, si el tipo de cambio nominal debe fluctuar más de lo que ha ocurrido en el último medio año.

- b) En cuanto al tipo de cambio real, el PM también se queda corto. El comportamiento del tipo de cambio real<sup>7</sup> tiene, como es sabido, una marcada incidencia en la competitividad de la producción nacional en los mercados internacionales, así como en el mercado local (precio de los bienes y servicios importados)<sup>8</sup>. Por ello se echa de menos la posición del BC en relación con:
- i. La posible apreciación del colón. Sobre este tema el BC ha tomado un paso acertado al decidir aumentar sus RMI en US\$800 millones. Sin embargo, esta medida es insuficiente.
  - ii. La posibilidad de reducir la apreciación que ha sufrido el colón recientemente. Esto aprovechando el mayor margen de maniobra de

---

6 Véase la entrevista de Presidente del BC en el Diario Extra del 2 de marzo de 2015, en la cual afirma “En la medida en que el Banco logre evitar cambios violentos en el tipo de cambio, un día sube dos colones y al otro día baja dos colones y se mantenga así, nuestros cálculos es que semantenga en equilibrio...”.

7 Existe, como es sabido, limitaciones metodológicas para calcular el tipo de cambio real. Sin embargo, los tecnicismos no deberían conducir al inmovilismo.

8 Claro está, la competitividad de la producción nacional depende también de no pocas políticas económicas ajenas al BC.

que dispone en la actualidad el BC, gracias a la tendencia a la baja de la inflación en vista de la caída del precio del petróleo.

- B. El encaje sobre el financiamiento de mediano y largo plazo en moneda extranjera. Esta medida como se indicó es, a la vez, consistente con algunas de las medidas contempladas en el PM y contradictoria con otras. De una parte, es consistente con el propósito del BC de desalentar la dolarización de la economía nacional al encarecer el endeudamiento externo. Disminuye así el riesgo país. De otra parte, es contradictorio con la política del BC de rebajar la TIPM, con el propósito de reducir la tasa de interés en colones, mientras que el encaje más bien aumenta la tasa de interés en dólares. Lo primero mejora la competitividad de la producción, lo segundo la empeora. Sobre este tema sería conveniente, tal como se señaló anteriormente, una explicación amplia del BC para comprender mejor la razón de adoptar la medida comentada.
- C. El aumento del “blindaje”.
  - a) Hace bien el BC en mejorar su “blindaje” gracias al aumento del monto de sus RMI en US\$800 millones. Si bien no se encuentra en el PM la razón del monto propuesto, se trata, sin duda de un paso en la dirección correcta. En efecto,
    - i. La acumulación de las RMI da a los agentes económicos más confianza en cuanto a la capacidad del BC para hacer frente a las fluctuaciones “normales” de las cuentas reales y financieras de la balanza de pagos<sup>9</sup>.
    - ii. La acumulación de RMI ayuda al BC a evitar la apreciación del colón y, por consiguiente, el efecto negativo sobre la competitividad del país. Por otra parte, el costo en que incurre el BC, al acumular RMI, puede reducirse cuando la tendencia de la inflación es a la baja, como lo es, en la actualidad, dada la disminución del precio del petróleo. Esto por cuanto el BC bien podría no tener necesidad de absorber la totalidad de la emisión monetaria originada en la compra de divisas para aumentar sus RMI.

---

9 Esto no es así cuando las condiciones son “anormales”, es decir cuando el BC debe hacer frente a una crisis. En estas circunstancias, el monto de las RMI del BC, por lo general, es insuficiente para satisfacer la demanda de divisas por parte del público en general.

- b) Dos temas de suma importancia relacionados con el “blindaje” del BC están ausentes del PM, quizás quedaron en el tintero.
- i. La necesidad de ampliar la política del blindaje en dos sentidos.
    - La conveniencia de establecer líneas de crédito precautorias con el FMI y el FLAR. De esta manera, podría contarse con recursos en moneda extranjera, si no de manera automática al menos si cuasi-automática. Su uso estaría restringido para cuando se presente alguna situación anormal.
    - El concepto de “blindaje” no debe circunscribirse tan sólo al BC, sino al sistema financiero como un todo. Esto significa que el BC tomaría la iniciativa, en el seno de CONASSIF, para que los intermediarios financieros mantengan, en divisas, una parte de sus reservas (compañías de seguros), de sus carteras de activos (fondos de pensión) o de sus cuentas patrimoniales (bancos comerciales).
  - ii. Es necesario reconocer cómo, en el transcurso del tiempo, la política relacionada con las RMI (su aumento o su disminución) ha llegado a representar un instrumento importante dentro del arsenal de que dispone el BC. Y esto desde diferentes puntos de vista:
    - el riesgo país (política macro prudencial);
    - la confianza de parte de los agentes económicos en las políticas del BC;
    - como complemento de la política cambiaria (apreciación o depreciación real de la moneda nacional); y
    - como complemento de la política monetaria (inyectar o absorber liquidez).
2. Las lagunas de naturaleza general.
- A. Mantener la estabilidad del sistema financiero es uno de los objetivos principales y una preocupación permanente de los bancos centrales. Economías que mostraban un envidiable comportamiento desde el punto de vista de la estabilidad monetaria –inflación anual del 2 por ciento– sufrieron estrepitosamente una crisis económica de grandes proporciones. Se puso así en evidencia que la estabilidad monetaria no bastaba para asegurar la estabilidad

macroeconómica<sup>10</sup>. Por ello, en la actualidad, la estabilidad del sector financiero es un objetivo primordial de los bancos centrales y el de Costa Rica no es excepción. Es necesario tener siempre presente que es, precisamente, en los periodos de relativa calma, cuando deben tomarse medidas macroprudenciales para evitar que los riesgos sistémicos se acumulen y ocasionen una crisis. Y no es que el BC se haya desentendido del tema. Todo lo contrario. De manera acertada, el BC ha incluido en su organización institucional una unidad encargada del análisis permanente de la evolución de los riesgos sistémicos del sector financiero. Además, el BC participa activamente, en el seno del CONASSIF, en la elaboración de la política macroprudencial y la coordinación con las superintendencias, en especial con la SUGEF. Por ello llama la atención la ausencia de un sólido capítulo sobre la política macroprudencial del BC para los años 2015 y 2016.

- B. La situación de las finanzas públicas no solo se ha deteriorado en los últimos años, sino que el BC pronostica un empeoramiento para 2015 (5,7 por ciento del PIB) y uno más para el año 2016 (6,6 por ciento del PIB). Está bien que el BC incluya esta información en el PM y que, además ofrezca "...participar en el diálogo fiscal requerido" (p. 6) en función de consejero del Estado. Correcto, pero claramente insuficiente.

El problema de las finanzas públicas restringe considerablemente los grados de libertad del BC para alcanzar sus objetivos. Una crisis originada en el ámbito de las finanzas públicas complicaría de manera muy significativa las actividades del BC. En la actualidad, ya el problema fiscal obliga al BC a actuar con mucha mayor prudencia en cuanto a la política monetaria, macroprudencial y cambiaria, si las finanzas públicas no representaran un elemento principal de las debilidades de la economía nacional. Por ello, el BC debe insistir de manera reiterada sobre la importancia de este problema y las graves consecuencias de no dársele una pronta solución. Concretamente, el BC debería explicar al público en general sin ambages, cuáles serían las medidas que se vería forzado a tomar en el caso de no ponérsele coto, en el corto plazo, al deterioro de las finanzas públicas. El BC debe curarse en salud.

---

10 Dada la trascendencia de este tema vale la pena transcribir el siguiente párrafo del informe anual del BIS correspondiente al año 2013, p. 74. "However, pre-crisis monetary policy frameworks did not ensure lasting financial and economic stability, in an environment of low and stable inflation; financial imbalances ushered in the most severe crisis since the Great Depression. This experience suggests that there are gains from integrating financial stability considerations more systematically into the conduct of monetary policy, particularly in view of the tendency of economies to generate long lasting financial booms followed by busts".

## V. CONCLUSIONES

1. El PM ha sido bien recibido, en términos generales:
  - Jorge Guardia considera que el PM plantea una “... política muy sólida” (En Guardia, La Nación, 10 de marzo).
  - Miguel Ángel Rodríguez, opina que “...Vamos, gracias al BCCR, por buen camino monetario” (Disyuntiva, La República, 16 de marzo).
  - La Nación indica, en su editorial del 9 de febrero, que “... El panorama general de la programación, a nuestro juicio, es positivo”. Y que la política monetaria y cambiaria es el aspecto positivo de la política macroeconómica costarricense.
  - El Financiero, en su editorial (9-15 de febrero), afirma que a pesar de ciertas dudas “... En términos generales, el Banco Central sacó bien su tarea con el nuevo Plan Macroeconómico...”
2. El BC aprovecha el PM para enviar un importante mensaje: su objetivo no se circunscribe solo a la estabilidad de precios. En efecto, el BC se preocupa también por la producción nacional: al disminuir la TIPM insufla un poco de oxígeno a una economía cuya tasa de crecimiento deja mucho que desear. Asimismo, el BC busca fortalecer la estabilidad financiera al aumentar sus RMI y también evitar una mayor apreciación del colón. El BC hubiera podido poner todo el peso de su política en reducir la meta de inflación, sin embargo, no se ha dejado llevar por esta posibilidad.
3. Ha hecho bien el BC al sustituir el régimen cambiario de bandas por el régimen cambiario de la flotación administrada. En efecto, el régimen de banda cambiaria ya había dejado de funcionar desde meses atrás. También es bienvenida la decisión de evitar las fluctuaciones violentas del tipo de cambio nominal, pero sin caer en el otro extremo de permitir fluctuaciones tan pequeñas que, para efectos prácticos, sugieren que el régimen cambiario no es de flotación administrada sino más bien de tipo de cambio fijo. Ello con todos los riesgos que ello acarrea para la estabilidad del sistema financiero del país.
4. Así, como el BC protege el país de variaciones “violentas” del tipo de cambio nominal, igualmente lo debe proteger de la apreciación del colón, consecuencia de decisiones monetarias o financieras tomadas en el exterior. Esto con el propósito de no perjudicar la competitividad de la producción nacional en los mercados externos y en el mercado local.
5. La decisión del BC de establecer un encaje a todas las operaciones crediticias en monedas extranjeras es, a la vez, congruente y contradictoria con otras medidas del PM. Congruente con el propósito de disminuir la dolarización de la economía

nacional y disminuir el riesgo país. Contradictoria con el deseo del BC de disminuir el costo del financiamiento del sector privado y mejorar así su posición competitiva. No queda claro, de la lectura del PM, cuál es la razón del BC para inclinarse en un determinado sentido.

6. La decisión del BC de aumentar sus RMI es acertada. Esta medida permite fortalecer la política macroprudencial y evitar una mayor apreciación del colón. Sin embargo, este aumento de las RMI debe enmarcarla en una perspectiva más amplia. De hecho, la política acerca del nivel de las RMI, es decir si se acumulan o se reducen, ha adquirido mucha trascendencia en años recientes. Se trata ya, en efecto, de uno de los instrumentos importantes de los cuales dispone el BC para alcanzar sus objetivos.

Es importante también tener presente que el aumento propuesto de las RMI, bien podía resultar insuficiente dada la situación tan seria de las finanzas públicas.

7. Una laguna importante e inesperada, sin duda, se refiere a la ausencia de la política del BC acerca de su política relacionada con la estabilidad del sector financiero. Dada la importancia vital de este objetivo, el BC ha avanzado ya en la tarea de fortalecer el sistema financiero y en salvaguardar su estabilidad. Queda, sin embargo, aún un largo camino por recorrer. Por eso llama la atención no haberle dado a este tema la debida importancia en el PM.
8. La situación calamitosa de las finanzas públicas puede llegar a representar, en el corto plazo, una pesadilla y un verdadero quebradero de cabeza para el BC. Hoy, ya es un obstáculo que reduce su margen de acción. Es más, la situación tiende a empeorar, pues, el BC pronostica un aumento del déficit fiscal, como proporción del PIB, para los años 2015 y en 2016. Esto obliga al BC a actuar con suma prudencia ante la eventualidad de una crisis originada en el endeudamiento externo (“corrida” contra el colón) y el interno (*crowding out* del sector privado). El BC ha ofrecido su colaboración al Gobierno. Decisión acertada, pero insuficiente dada la magnitud del problema y la situación política prevaleciente en el país. De hecho, las consecuencias serían muy graves no solo económicas, sino también sociopolíticas. El PM no ahonda en esta situación, quizás por una cautela mal entendida. Es muy necesario que el BC explique, sin cortapiasas, al público en general, las medidas severas –monetarias, financieras y cambiarias– que se vería obligado a tomar si al problema de las finanzas públicas no se le pone coto en el futuro cercano.

## BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central de Costa Rica, Programa Macroeconómico 2015-2016, 30 enero 2015.
- , Comentarios sobre el Programa Macroeconomico 2015-2016, Comunicado de prensa, 30 enero del 2015.
- , Adopción del esquema de flotación administrada, Comunicado de Prensa, 31 de enero de 2015.
- , Plan Estratégico 2015-2018, mim 2014.
- Bank of International Settlements, 83rd. Annual Report, 1 April 2015- 31 March 2013, 23 June 2013.
- Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note, SPN/10/13, February 12.
- Claudio Borio (2014), Macroprudential frameworks: (too) great expectations?, Bank of International Settlements, mim.
- Javier Cascante, Visión de los riesgos desde la perspectiva de la supervisión del sistema financiero nacional, SUGEF, 3 febrero 2015.
- Sebastián Edwards (2015), The illusion of monetary policy independence under flexible exchange rates. VOX CEPR’S Policy Portal. 4 February.
- Barry Eichengreen and Beatrice Weder di Mauro (2015), Central Banks and The Bottom Line, Project Syndicate, 12 February.
- Stanley Fischer (2010), Myths of Monetary Policy, Israel Economic Review Vol. 8. No. 2, pp. 1-5.
- El Financiero, ¿Administración o flotación, Editorial, 9-15 febrero, 2015.
- Atish R. Ghosh, Jonathan D.Ostry, and Marcos Chamon (2014), Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economics, IMF, mim.
- Jorge Guardia, En guardia, La Nación, 10 febrero 2015.
- La Nación, Programa macroeconómico, Editorial, 9 febrero 2015.
- Sergio Morales Chavarría, Calificadora Fitch cambia la perspectiva para Costa Rica de estable a negativo, El Financiero, 21 y 25 enero 2015.
- Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, and Marcos Chamon (2012), Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rates Policies in Emerging Market Economies, IMF Staff Discussion Note, SDN/12/01.
- Miguel Angel Rodríguez, Disyuntivas, La República, 16 febrero 2015.