

# ASPECTOS TEÓRICOS Y PRÁCTICOS DE LA POLÍTICA MONETARIA<sup>1</sup>

Norberto Zúñiga F.

Olga Monge A.

Funcionarios de la División Económica del B.C.C.R.\*

---

## RESUMEN

*La estrategia de política monetaria dominante en los últimos años en Costa Rica, se caracteriza por el uso de una variable intermedia –usualmente un agregado monetario-. Esto lo que significa es que para alcanzar las metas finales (inflación), las autoridades monetarias tratan de darle seguimiento a las variables monetarias. De acuerdo con este enfoque cuando estas variables se aceleran más allá de lo programado por el Banco Central, ello se reflejará en mayores niveles de inflación.*

*Este esquema, que ha sido aplicado en muchos países, requiere que se cumplan algunas condiciones para funcionar adecuadamente. Las más importantes son: i) estabilidad de la demanda de dinero del agregado seleccionado; ii) un alto grado de controlabilidad de dicho agregado por parte del banco central; y iii) la existencia de una relación estable, estrecha y predecible entre el agregado monetario y al objetivo final de política, cuya causalidad va del primero (variable intermedia) al último (variable objetiva).*

*El proceso de desregulación y el continuo surgimiento de innovaciones financieras han puesto en entredicho el cumplimiento de estas condiciones, razón por la cual varios países han empezado a utilizar procedimientos alternativos. Uno de los enfoques que ha ido ganando importancia es el denominado “direct inflation targeting”, el cual, como su nombre lo indica, consiste en controlar directamente la inflación, sin emplear ninguna variable intermedia específica, sino más bien un conjunto de indicadores. Una de las ventajas de ese enfoque es el reconocimiento de que la inflación es un fenómeno complejo que, al menos en el corto plazo, no es directamente controlable por el Banco Central y que depende de muchos factores internos y externos.*

*En el presente artículo se examina la estrategia actual de política monetaria aplicada en Costa Rica y se discute las características de un esquema de control directo de la inflación.*

## 1. DISEÑO E INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

### 1.1 Evolución de las estrategias de política monetaria

Los bancos centrales tradicionalmente han usado diferentes procedimientos para tratar de alcanzar sus objetivos de política. Estas estrategias difieren fundamentalmente en el conjunto de indicadores que se usan para la toma de decisiones y en la formulación o no de objetivos intermedios. Las

estrategias más empleadas en la actualidad pueden agruparse en tres grandes categorías:

- a) Las que emplean un objetivo intermedio, como el crecimiento monetario o el tipo de cambio, para guiar a la variable final de política a los niveles deseados.
- b) Las que fijan directamente una meta explícita para la variable final de política, que en la actualidad, casi en forma generalizada, es la tasa de inflación.

---

<sup>1</sup> Los autores desean agradecer la colaboración y las sugerencias planteadas por Mauricio Mayorga y Marjorie Jiménez, las cuales sin duda contribuyeron a enriquecer el contenido de este documento.

\* Nota: Las ideas expresadas en este artículo son responsabilidad de los autores y no necesariamente representan la opinión del B.C.C.R.

- c) Las que no tienen un ancla nominal explícita, como el tipo de cambio, los agregados monetarios o la inflación. Este esquema, que es el que usa la Reserva Federal, fue denominado por Mishkin<sup>2</sup> como “just do it”.

El desarrollo de estos esquemas de política ha estado condicionado por el avance en el conocimiento y por la evolución del sistema financiero y económico mundial. Así por ejemplo, en el pasado, la prevalencia del enfoque keynesiano se manifestó en la fijación de objetivos finales en términos de producción y empleo, y en un papel protagónico de la tasa interés como variable intermedia de política.

A mediados de los setentas la política monetaria dio un giro. Las altas tasas de inflación que registraron los países industrializados, a raíz de la crisis del petróleo, hizo que los banqueros centrales centraran su atención en los agregados monetarios. Esto por dos razones: por una parte, había necesidad de controlar la expansión de los medios de pago para combatir la inflación, y, por otro lado, las expectativas inflacionarias que siguieron al *shock* petrolero, restaron utilidad a las tasas de interés nominales como guías de la política monetaria.

A inicios de los ochenta, en algunos países se cuestionó la conveniencia de seguir con este procedimiento, debido a la inestabilidad que empezaba a observarse en las funciones de demanda de dinero, producto principalmente de la desregulación y de las innovaciones financieras. En primera instancia se trató de enfrentar este problema empleando agregados monetarios más amplios e introduciendo en las funciones de demanda una variable que captara el efecto de las innovaciones. No obstante, al persistir los problemas apuntados, algunos países decidieron modificar su estrategia de política.

Algunas naciones, especialmente europeas, optaron por ligar su moneda y, consecuentemente, su política monetaria a la de un país ancla, como una forma de ganar credibilidad en la lucha antiinflacionaria y de avanzar en proceso de integración económica. Otros países, como Estados Unidos, optaron por una política más ecléctica, basada en el uso de un conjunto amplio de indicadores más que en una variable intermedia específica.

En los noventa la discusión académica en materia de política monetaria ha girado en torno a la necesidad de que la política sea más transparente y que los bancos centrales sean más independientes, pero a la vez más responsables de sus actos. A un nivel más operativo, el debate se centra en si debe continuarse con una estrategia basada en un objetivo intermedio o si el banco central debería tratar de afectar directamente la inflación. Este enfoque ha resultado especialmente atractivo para países como Inglaterra que han tenido abandonar la estrategia de tipo de cambio, debido a los ataques especulativos que sufrió su moneda a principios de esta década.

Ha habido también cierta discusión en torno a cuál es la estrategia óptima de política. En este sentido, parece claro que ninguna de estas estrategias es marcadamente superior a las demás en todas las ocasiones, pues su efectividad depende de múltiples factores, como las condiciones estructurales de las distintas economías y la credibilidad de sus autoridades monetarias. Una estrategia que haya sido exitosa en el pasado puede no serlo en el presente, dependiendo de las circunstancias, y el hecho de que haya dado buenos resultados en un país, no implica que vaya a resultar apropiada para otro. La escogencia de la estrategia es, pues, un proceso dinámico.

Si bien no existe una estrategia óptima en general, sí existen condiciones que hacen más adecuada la implementación de una u otra estrategia en determinado momento. Lo importante es tener claro las diferencias, ventajas y desventajas de cada una de ellas para hacer una mejor valoración de las mismas. Con este fin, seguidamente se presenta una síntesis de los aspectos más importantes relativos a los tres grupos de estrategias existentes en la actualidad.

## 1.2 Estrategias basadas en objetivos intermedios

En este esquema el banco central modifica sus instrumentos para guiar a la variable intermedia a un nivel que es consistente con la meta fijada para la inflación. Las variables intermedias más frecuentemente empleadas han sido la tasa de interés de corto plazo, el tipo de cambio y los agregados monetarios. Para que cualesquiera de estas variables sea un indicador útil de la inflación se requiere que exista una relación estable y predecible entre ésta y el objetivo intermedio, y que el banco central pueda controlar, dentro de límites razonables, a la variable intermedia con los instrumentos a su disposición.

<sup>2</sup> Mishkin Frederic. “Strategies for controlling inflation”. Working paper 6122, National Bureau of Economic Research, August 1997.

En los párrafos siguientes se exponen las características más relevantes de las estrategias basadas en objetivos intermedios, enfatizando en particular en el caso de los agregados monetarios, por ser éste el procedimiento actualmente empleado en nuestro país.

### 1.2.1 Agregados monetarios

El respaldo teórico de esta estrategia lo constituye la ecuación cuantitativa, la cual, como es bien sabido, plantea la existencia de una relación directa y proporcional a largo plazo entre el crecimiento monetario y la inflación. Este enfoque supone i) la existencia de una relación estable, estrecha y predecible entre el agregado monetario empleado como variable intermedia y el objetivo último de política, ii) una relación de causalidad entre ambos que va, principalmente, de la variable intermedia a la final, iii) estabilidad de la demanda de dinero del agregado seleccionado y iv) un alto grado de controlabilidad de dicho agregado por parte del banco central.

Dentro de las principales ventajas de esta estrategia se citan las siguientes:

- En mercados desarrollados, facilita la transmisión de señales al público acerca de la orientación de la política monetaria, así como el seguimiento por parte de éste de la labor del banco central.
- Teóricamente permite una mejor división de responsabilidades entre el gobierno y el banco central, evitando presiones externas sobre la política monetaria.
- Ayuda a las autoridades monetarias a tener un mejor conocimiento del resultado de sus acciones de política, dado que éstas se reflejan en las condiciones de liquidez.

A este enfoque también se le citan algunas desventajas:

- Resulta poco apropiada en países pequeños, muy abiertos, con tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales, porque bajo esas condiciones la oferta monetaria pasa a ser endógena. En este caso las autoridades pueden influenciar la composición de la oferta monetaria, entre fuentes domésticas y externas, pero pierden control del total.

- La utilidad de este esquema también se limita mucho en países que deben mantener cierta paridad de su moneda para poder participar dentro de un proceso de integración económica, como es el caso de algunas naciones europeas, o en países que deben cumplir una meta de reservas internacionales, porque en estas condiciones se pierde control sobre los medios de pago.

- El supuesto de estabilidad de la demanda de dinero en que se basa es poco válido en un entorno como el actual, caracterizado por la desregulación y globalización de los mercados financieros internacionales, y por las continuas innovaciones financieras.

Si hay indicios de inestabilidad es mejor abandonar esta estrategia, pues su uso podría afectar negativamente las expectativas del público y reducir la credibilidad del banco central. Además, la existencia de variaciones frecuentes no esperadas en la velocidad de circulación del dinero, puede hacer que la política monetaria resulte o muy expansiva o excesivamente contractiva, provocando fluctuaciones a corto plazo en las tasas de interés y en la producción real.

- Si las autoridades se apegan rígidamente a las metas fijadas para el crecimiento monetario, puede producirse a corto plazo un sacrificio excesivo en términos de producción y empleo.

Algunos problemas operativos que presenta este enfoque son:

- Un primer problema tiene que ver con la definición de dinero a emplear. Generalmente existen serias dificultades para saber con exactitud dónde trazar la línea entre lo que es dinero y lo que no es.
- La implementación adecuada de esta estrategia requiere estimar el producto potencial de la economía, el cual es difícil de medir y de predecir, porque depende de la cantidad y productividad de los factores de producción.
- La medición de la velocidad de circulación del dinero también se ve afectada por la definición de dinero y de producto que se emplee.
- La remuneración a tasas de mercado de ciertos componentes del agregado monetario de interés puede afectar la efectividad de la estrategia, al dificultar su reducción mediante un aumento en

las tasas de interés oficiales. Algunas veces esta medida más bien podría tener el efecto contrario

### 1.2.2 Tipo de cambio

El tipo de cambio como variable intermedia se utiliza en la actualidad en algunos países, especialmente en los europeos. Presenta ventajas similares a los agregados monetarios con respecto a la transmisión de señales al público acerca de la orientación de la política monetaria. Adicionalmente, tiene la ventaja de que puede medirse en forma precisa e inmediata, responde instantáneamente a cambios en la tasa de interés (en la actualidad, la variable operativa más frecuente), es fácilmente comprensible para el público y, tiene un impacto general y amplio sobre la economía, dependiendo de su grado de apertura.

Su mayor problema es que las tasas nominales de interés requeridas para mantener ligado el tipo de cambio al del país ancla, puede representar una tasa de interés real insostenible para el país periférico, debido a la existencia de choques asimétricos. Si los mercados perciben que las tasas de interés reales internas son insostenibles pueden iniciar procesos especulativos contra la moneda local, como le ocurrió a varios países europeos en 1992, que provoquen serias presiones internas.

### 1.2.3 Tasas de interés a corto plazo

Tiene la ventaja de que sus variaciones son inmediatas y pueden ser medidas en forma precisa, en términos nominales. El problema que plantea su uso es que la medición de las tasas reales, que son las que afectan a la economía, es, o bien muy imprecisa, por el efecto de las expectativas, o está sujeta a cambios estructurales, por lo cual su efecto sobre los mercados financieros es incierto y variable en el tiempo. Además, para que los cambios en las tasas de interés de corto plazo puedan afectar las tasas de mediano y largo plazo, es necesario que los mercados financieros estén integrados.

Existe un consenso general de que estimaciones de la tasa real tienen valor informativo, pero no son buenas variables intermedias, por lo cual su uso como tal es poco frecuente y se limita a economías altamente indizadas, como Chile, o con tasas de inflación muy bajas y estables, en las cuales las variaciones en las tasas de interés nominales implican cambios similares en las tasas reales.

## 1.3 Control directo de la inflación

Esta propuesta se popularizó a inicios de los noventa como una alternativa al enfoque basado en objetivos intermedios. Sus proponentes argumentan que el uso de variables intermedias introduce complejidad a la política monetaria, debido a que los vínculos entre éstas y la inflación son variables, y que, además, la hace menos comprensible para el público, dado que la significancia y relevancia de, por ejemplo, algunos agregados monetarios, es menos clara para el público que los conceptos de inflación y estabilidad de precios. Otra motivación para tratar de afectar la meta final directamente es el hecho de que en la mayoría de los países la relación entre los objetivos intermedios y la meta final se ha tornado poco confiable.

Los desarrollos en la teoría macroeconómica también han influido en la creciente popularidad de este enfoque. Entre estos avances se incluyen la disminución en la confianza en el activismo (política monetaria contracíclica), la amplia aceptación del punto de vista de que no existe un “trade-off” a largo plazo entre el desempleo y la inflación, los argumentos teóricos en favor de la credibilidad y transparencia de la política monetaria y la amplia aceptación de que la estabilidad de precios promueve el crecimiento económico a largo plazo.

La estrategia parte del anuncio hecho por el banco central o el gobierno de una meta cuantitativa para la inflación, la cual por lo general se presenta como un rango para múltiples horizontes (usualmente de 2 a 4 años). Los ajustes en la política se hacen considerando un conjunto amplio de variables, tanto del lado de la demanda como de la oferta, como son, por ejemplo, el precio de los activos, expectativas de inflación, producción real, crecimiento del crédito, política fiscal, salarios, crecimiento del dinero y variaciones en el tipo de cambio. Esta información suele resumirse en un pronóstico de inflación que desempeña un papel similar al de una variable intermedia convencional. Las tasas de interés se incrementan cuando la inflación pronosticada supera la meta y se reducen en el caso contrario.

Algunas de sus ventajas son las siguientes:

- Disminuye la complejidad de la política monetaria, al eliminar el uso de objetivos intermedios formales.
- Clarifica las intenciones del banco central en materia de política monetaria, reduciendo la incertidumbre acerca del curso futuro de la

inflación, particularmente cuando hay credibilidad en las autoridades.

- Permite aumentar la disciplina y responsabilidad del banco central por los resultados de la política monetaria.

Dentro de las desventajas se citan:

- La inflación es difícil de predecir y de controlar por parte del banco central. Además, la existencia de grandes rezagos entre las acciones de política monetaria y el efecto sobre la inflación, hace que los resultados de la política se conozcan con mucho desfase. Esto hace difícil juzgar la labor del banco central, y puede introducir inestabilidad a corto plazo en las tasas de interés.
- Los rezagos, conjuntamente con la incertidumbre acerca de choques futuros, pueden inducir a las autoridades a tratar de presionar a la baja la inflación antes del horizonte acordado, para cumplir las metas, lo cual puede incentivar un proceso deflacionario. Esta situación se ha verificado en Canadá y Nueva Zelanda.
- El éxito de la estrategia depende en gran medida de la precisión de los pronósticos de inflación, los cuales son difíciles de acertar.

Como este enfoque es relativamente novedoso<sup>3</sup>, aún hay muchos aspectos operativos en discusión. Los más sobresalientes son:

- **Variable sobre la cual se debe fijar la meta.** La discusión gira en torno a si debe emplearse la tasa de inflación o el nivel de precios. El uso de la tasa puede introducir mucha varianza a los pronósticos de crecimiento de precios en un horizonte amplio de planeación, en caso de que los choques no anticipados en el nivel de precios no sean compensados. Por su parte, el uso del nivel de precios requiere que los desvíos con respecto al objetivo sean completamente compensados, lo cual reduce la varianza de los pronósticos de los precios, pero puede hacer más volátil la política monetaria en el corto plazo. En la práctica, los bancos centrales tienden a compensar parcialmente dichos desvíos, especialmente en los horizontes más cortos.

<sup>3</sup> En realidad, como plantea Mervyn King del Banco de Inglaterra, la idea de que la política monetaria debería hacer explícita la meta de inflación es bastante vieja, pero el enfoque se puso de moda en los noventa.

- **Definición del índice de precios a usar.** Lo ideal es emplear un índice cuyas series se tengan en forma precisa, que sea comprensible para el público y que permita corregir cambios de una sola vez que no afectan la tendencia de la inflación. La mayoría de los países han escogido alguna variante del índice de precios al consumidor, excluyendo algunos componentes que absorben choques de oferta.

- **Ajuste de los objetivos de inflación a corto plazo.** Ha habido cierta discusión en torno a si la adopción de este esquema de política implica que el banco central abandone las políticas de estabilización a corto plazo. Varios autores coinciden en que a corto plazo sí puede existir un *trade-off* entre producción e inflación, por lo cual es importante aplicar medidas para contrarrestar los choques inesperados que pueden provocar fluctuaciones en el producto, aunque ello implique un desvío temporal de la meta de inflación.

1.1 Para darle cierta flexibilidad, a corto plazo, se han ideado los siguientes procedimientos:

- Excluir del índice de precios empleado para fijar la meta algunos rubros que absorben *shocks* del lado de la oferta, como variaciones en los precios de ciertos alimentos y de la energía, en los impuestos indirectos, en los términos de intercambio, y en los tipos de interés, etc.
- Uso de rangos para el objetivo de inflación.
- Introducir cláusulas que le permitan al banco central cambiar sus metas de mediano plazo en respuesta a cambios significativos en ciertos factores fuera de su control.
- **Evaluación y sanciones por el incumplimiento del objetivo.** Como a corto plazo puede ser conveniente que el banco central se desvíe un poco del objetivo en respuesta a choques inesperados de oferta, se sugiere evaluar el desempeño del banco central en el horizonte completo para el que se planteó la meta. En cuanto a las sanciones, éstas son variables. En algunos países hay sanciones explícitas, mientras que en otros la sanción es implícita en términos de pérdida de prestigio y reputación profesional. En algunos casos el salario de los máximos jerarcas del banco central se liga al logro de la meta, pero esta práctica puede inducir a las autoridades a reducir la inflación antes de lo

acordado, aplicando una política más restrictiva de lo necesario.

#### 1.4 Estrategia sin ancla nominal explícita (“Just do it”)

Es similar a la anterior, en sentido de que no emplea una variable intermedia específica, sino más bien un conjunto de variables informativas. La diferencia es que el objetivo para la inflación y los procedimientos operativos no se hacen explícitos al público. Es decir, no tiene un ancla nominal oficial, y es menos transparente. Su mayor ventaja es que ha dado buen resultado en el pasado al menos en Estados Unidos, que es donde más se ha aplicado.

Su principal desventaja es que no es transparente, y esto dificulta el seguimiento por parte del público de la labor del banco central y la asignación de responsabilidades. Como resultado, el banco central es más susceptible de caer en la llamada “inconsistencia en el tiempo”<sup>4</sup>. Además, su éxito depende del compromiso que tengan los individuos que estén al mando del banco central respecto al combate de la inflación, y no de un procedimiento preestablecido.

#### 1.5 Instrumentación de la estrategia de política monetaria

Una vez que se ha elegido la estrategia que mejor se adapta a las condiciones de la economía en cuestión, el siguiente paso consiste en su instrumentación. Este concepto se refiere al conjunto de procedimientos, técnicas e instrumentos empleados por el banco central para lograr las condiciones monetarias adecuadas para alcanzar la meta de inflación. Con respecto a esta etapa cabe hacer las siguientes observaciones:

- Actualmente existe un sentimiento generalizado de que la variable instrumental óptima es la tasa de interés a corto plazo, independientemente de la estrategia de política monetaria empleada. Esto difiere del pasado, cuando la elección de la estrategia sí condicionaba en gran medida la selección de la variable instrumental<sup>5</sup>. Este cambio responde a la necesidad de diseñar políticas monetarias que coadyuven a reducir la

<sup>4</sup> La inconsistencia en el tiempo hace referencia al sesgo que supuestamente tienen los bancos centrales de perseguir objetivos de corto plazo a expensas de los de largo plazo.

<sup>5</sup> Así por ejemplo, el establecimiento de objetivos intermedios en términos de los agregados monetarios solía realizarse mediante un estricto control de las reservas bancarias, mientras que la fijación de objetivos intermedios sobre el tipo de cambio llevaba asociado un mayor ajuste de las tasas de interés de corto plazo

volatilidad de los tipos de interés y que propicien una evolución ordenada de los mismos.

- A pesar del uso generalizado de la tasa de interés como variable instrumental, el manejo de la liquidez continúa siendo un aspecto importante en la instrumentación de la política monetaria.
- El grado de restricción monetaria deseado para alcanzar la meta final se trata de establecer, principalmente, afectando los tipos de interés de corto plazo<sup>6</sup>. Con ello se pretende modificar indirectamente las tasas de interés en los mercados de largo plazo, que son las que afectan las decisiones de gasto de los agentes económicos.
- La elección de los instrumentos tampoco depende de la estrategia de política seguida. Más bien depende de la concepción que tengan las autoridades monetarias sobre el grado óptimo de activismo y de factores históricos. En principio, cualquiera de las estrategias de política comentadas puede operar con los mismos instrumentos.
- Actualmente existe consenso de que los instrumentos monetarios deben diseñarse en forma tal que le permita a las autoridades cumplir las siguientes funciones:
  - Guiar la tasa de interés de corto plazo
  - Señalar el grado de restricción monetaria que se considera óptimo
  - Promover un funcionamiento ordenado de los sistemas de pagos
- El instrumento más empleado para lograr las dos primeras funciones son las operaciones de mercado abierto. Hay OMA's regulares, que se realizan en fechas preespecificadas y de afinamiento, que pueden efectuarse en cualquier momento, de acuerdo a las condiciones de liquidez de corto plazo. Los repos<sup>7</sup> son la técnica

<sup>6</sup> En algunos países la señalización de la política se hace a través de la tasa "overnight", mientras que en otros se usa una tasa aplicable a operaciones regulares del banco central.

<sup>7</sup> Un repo es un acuerdo entre un vendedor y un comprador por medio del cual el primero se compromete a recomprarle al segundo los títulos que le vendió, a un precio y en una fecha previamente acordados. Este mecanismo es ampliamente empleado tanto por las empresas como por los bancos centrales; en el primero de los casos se usa como un instrumento de inversión a corto plazo, mientras que en el segundo, se emplea para compensar oscilaciones temporales en la liquidez, causadas por factores volátiles como, por ejemplo, cambios en los depósitos del Gobierno en el Banco Central y en las tenencias de numerario en poder del público. El

preferida para ejecutar dichas operaciones porque son un mecanismo muy flexible.

- El encaje cumple básicamente dos funciones: control monetario y manejo del mercado monetario. En el primer caso, al aumentar la demanda de dinero primario, contribuye a compensar la mayor liquidez generada por factores autónomos<sup>8</sup> e incrementa la elasticidad de la demanda de dinero ante cambios en la tasa de interés. En el segundo, induce o amplía la demanda de reservas de los bancos y, si debe satisfacerse en promedio, limita el efecto de fluctuaciones diarias de las reservas sobre las tasas de interés del mercado de dinero.
- Para cumplir estos propósitos, especialmente el segundo de ellos, se sugiere que el cumplimiento del encaje se realice en el promedio del período de cobertura, y que el desfase entre el período de cómputo y el de cobertura permita a los bancos ajustar sus reservas a los requerimientos obligatorios.
- Las facilidades crediticias se efectúan por lo general a tasas de interés de mercado, utilizando colaterales para respaldar las operaciones. Principalmente se otorgan para cubrir insuficiencias en la liquidación de pagos, aunque también en algunos países se aplican con fines de señalización. Un procedimiento seguido en ciertos países para facilitar el funcionamiento del sistema de pagos consiste en aplicar una combinación de una facilidad lombarda y una facilidad de depósito, mediante el cual la liquidez requerida para aclarar el mercado interbancario al final del día se inyecta a la tasa techo y se absorbe a una tasa piso.

Después que se ha implementado la estrategia de política monetaria seleccionada, continúa una fase de suma importancia: el seguimiento. La relevancia de esta etapa radica en que la apreciación que tengan las autoridades respecto al cumplimiento o no de las

---

atractivo que presenta este instrumento para las empresas es su gran flexibilidad en cuanto a los plazos de maduración, lo cual lo convierte en un medio ideal para colocar fondos sobre una base temporal. En el caso de los bancos centrales su mayor ventaja es que permite corregir los desequilibrios temporales en la liquidez del sistema sin introducir distorsiones adicionales, dado que las medidas pueden revertirse rápidamente.

<sup>8</sup> La creación autónoma de base proviene de operaciones del sector externo, movimientos de las cuenta del gobierno en el banco central, los cambios en la tenencia de efectivo del público, créditos a corto plazo concedidos por el banco central a las entidades financieras para liquidar las operaciones de pagos.

metas planteadas, da lugar a cambios en el tono de la política monetaria. En caso de que estén mal fundamentadas, pueden incentivar fluctuaciones excesivas en los tipos de interés y la producción y afectar negativamente la credibilidad del banco central. Los aspectos clave en esta fase son:

- **Calidad y precisión de la información:** este es un aspecto importante en todas las etapas de la ejecución de la política monetaria, pero es particularmente relevante en el seguimiento, porque si la información se obtiene con mucho desfase o es incorrecta, puede llevar a ajustes erróneos en las condiciones monetarias.
- **Existencia de rezagos:** es conveniente que exista alguna cuantificación del tamaño de los rezagos con que actúan las acciones de política sobre la inflación, para evitar que la política monetaria sea excesivamente restrictiva o expansiva.

## 2. DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA ACTUAL

### 2.1 Descripción general

En Costa Rica la política monetaria se diseña sobre la base del control de un agregado monetario que desempeña el papel de variable intermedia y proporciona información adelantada sobre la evolución de los objetivos finales<sup>9</sup>. Para su ejecución, el Banco Central elabora un programa anual cuyo propósito principal es alcanzar los objetivos de tasa de inflación y variación de las reservas internacionales. A partir de ciertos supuestos relacionados con el comportamiento de las principales variables macroeconómicas<sup>10</sup>, e incorporando estimaciones de la demanda de dinero, se obtienen los excesos de liquidez que deben ser absorbidos durante el año. El programa constituye un ejercicio de oferta y demanda de base monetaria que parte de los balances de situación del banco central y de los bancos comerciales para llegar a la igualdad contable de activos y pasivos:

<u>BANCO CENTRAL</u>	<u>BANCOS COMERCIALES</u>
RIN + AIN = Emisión	RIN + AIN = Depósitos

<sup>9</sup> Algunos supuestos fundamentales para el adecuado funcionamiento de dicho esquema son: i) relación estrecha entre el agregado monetario utilizado y los objetivos últimos, ii) elevado grado de control sobre este agregado y iii) demanda de dinero estable y con alto poder predictivo.

<sup>10</sup> Tales como exportaciones, importaciones, movimientos de capital, déficit del sector público, crecimiento del PIB, crédito al sector privado, etc.

El programa parte de las metas previamente establecidas para el sector externo (RIN) y el PIB nominal, el cual lleva implícita una meta de inflación. Con esta información se estiman los pasivos financieros del sistema bancario utilizando las funciones econométricas de demanda por dinero y riqueza financiera, junto con el criterio de los técnicos. A partir de la meta de las RIN y de la emisión monetaria se obtiene por diferencia el saldo de los activos internos netos (AIN), los cuales al compararse con los que resultan de la estimación por principales componentes<sup>11</sup>, permiten obtener la magnitud del ajuste monetario requerido<sup>12</sup>. Tradicionalmente el medio circulante (M1) ha sido la variable intermedia de política, pero más recientemente la atención se ha enfocado sobre un agregado más reducido (emisión) y otro más amplio (riqueza financiera). Ello debido a la evidencia reciente de inestabilidad en la demanda de M1, así como también a problemas en su medición derivados de algunas prácticas contables por parte de los bancos comerciales estatales.

A raíz de los fuertes cambios estructurales ocurridos en el sistema financiero durante la última década, el Banco Central ha realizado esfuerzos para tratar de introducirle mejoras al diseño e implementación de la política monetaria. Dentro de ellos se pueden citar:

- ◆ Desarrollo de un programa en base caja y no devengado como se hacía anteriormente.
- ◆ Incorporación de proyecciones de la demanda de dinero y de la velocidad de circulación.
- ◆ Seguimiento de los agregados monetarios en forma desestacionalizada (mensual y semanal).
- ◆ Incorporación de distintos escenarios sobre el comportamiento de las principales variables macroeconómicas.
- ◆ Introducción de supuestos dentro de un rango de variación en vez de un dato puntual.
- ◆ Creación de grupos técnicos permanentes de análisis, tanto teórico como práctico, de temas monetarios relacionados con la implementación de la programación<sup>13</sup>.

<sup>11</sup>Dentro de estos se encuentran el crédito al sector público no financiero, crédito neto al sistema financiero, endeudamiento externo y otros activos netos.

<sup>12</sup> Debido a la naturaleza expansiva, uno de los principales rubros de estimación lo constituye el déficit de esta institución.

<sup>13</sup>Dentro de estos grupos se pueden citar el Comité de Política Monetaria (CPM), el Grupo de Trabajo Monetario (GFM), el Equipo de Estudio de Inflación (EEI) y el Grupo de Estudio de Política Monetaria (GEPM).

A pesar de este interés por parte de las autoridades, todavía persisten una serie de inconvenientes que limitan seriamente la efectividad de la política monetaria. Dentro de ellos se pueden mencionar dificultades relacionadas con un conflicto de objetivos, la implementación del programa monetario y el cumplimiento de los principales supuestos.

## 2.2 Conflicto de objetivos

Como punto de partida, es importante mencionar que el actual esquema de política monetaria presenta conflictos de objetivos en el plano externo (régimen cambiario) y en el interno (tamaño del déficit fiscal) que dificultan su adecuada ejecución.

### 2.2.1 Régimen cambiario

Para que una política monetaria basada en agregados monetarios sea efectiva, el marco institucional debe permitir, entre otros requisitos, un adecuado control de los medios de pago por parte de las autoridades. Si bien este grado de control depende de una serie de circunstancias, una condición *sine quanon* para una economía abierta es disponer de un régimen cambiario flexible. Con un régimen de esta naturaleza, únicamente la parte interna de la base monetaria constituiría una fuente de expansión o contracción, lo cual teóricamente es controlable por parte del Banco Central<sup>14</sup>.

Si bien desde el punto de vista de competitividad externa el actual régimen de minidevaluaciones presenta cierta flexibilidad, desde una perspectiva monetaria se considera fijo. De hecho en estos momentos en materia cambiaria el objetivo consiste en realizar ciertos montos de ajustes diarios con independencia de la oferta y demanda de divisas. En ese sentido, para lograr dicho objetivo, el Banco Central en el corto plazo está dispuesto a comprar o vender toda la cantidad de divisas que se ofrezca o se demande. Mediante este procedimiento, el sector externo constituye una importante fuente de liquidez en la economía, que introduce serios problemas al control monetario. De esta forma el papel de la política monetaria termina siendo pasivo en el control de los agregados y lo único que puede influir es en la composición de la liquidez nominal entre pasivos domésticos y externos.

<sup>14</sup>Para un mayor detalle se puede consultar a Gray, Simon y Hoggarth, Glenn, 1996.



Esta pérdida de controlabilidad se presenta aún en el caso hipotético de que el Banco Central estuviera en total capacidad de neutralizar de manera automática los movimientos causados por el sector externo. En efecto, el intento del Banco Central por aplicar una política monetaria compensatoria se traduciría en movimientos en las tasas de interés, lo cual en presencia de una cuenta de capital abierta, constituiría una fuente adicional para las entradas y salidas de flujos externos. Así, al incumplirse la paridad de las tasas de interés se introducirían dificultades adicionales para el control monetario.

### 2.2.2 Déficit fiscal

La existencia de altos déficit fiscales afectan la implementación de la política monetaria, especialmente cuando se siguen metas de agregados monetarios en períodos cortos. Tradicionalmente nuestro país ha mostrado elevados déficit fiscales, los cuales, en los últimos quince años han representado alrededor de 4,5% del PIB como promedio anual. Esto genera un conflicto de objetivos entre la posibilidad de controlar los agregados monetarios o permitir el financiamiento fiscal.

El déficit fiscal representa un exceso de gastos sobre los ingresos del Gobierno, de tal manera que para evitar las consecuentes presiones inflacionarias, el Banco Central debería aplicar una política que permita mantener la demanda acorde con la oferta de recursos. Para ello generalmente se requiere incrementar los niveles de las tasas de interés; pues en caso contrario, se produciría una mayor expansión monetaria. Así, cuando el Gobierno tiene un objetivo de tasas de interés y el Banco Central no tiene la capacidad de modificarlas para compensar el exceso de gasto, se pierde la posibilidad de ajustar los agregados monetarios a los niveles deseados.

Aún suponiendo que el Banco Central tuviera la capacidad de ajustar las tasas de interés, el control de los agregados monetarios se reduce en presencia de una gran apertura externa y tipo de cambio fijo o de minidevaluaciones. Bajo estas circunstancias, el exceso de gastos sobre ingresos totales se traducirá en un incremento en las tasas internas de interés y con ello mayor afluencia de capitales. Con la intervención del Banco Central para evitar que el tipo de cambio se aprecie, aumentarán las reservas internacionales, generándose una mayor cantidad de dinero en la economía.

## 2.3 Implementación del programa monetario

Otro conjunto de problemas surge de la manera en que se implementa el esquema actual, el cual en algunos casos no parece corresponder a un sistema de variables intermedias<sup>15</sup>.

### 2.3.1 Meta de Reservas Internacionales

Bajo un esquema como el que se sigue actualmente, la consecución de la meta intermedia de agregados monetarios se puede alcanzar utilizando las tasas de interés o las reservas bancarias. Cuando se incorpora el establecimiento de un objetivo adicional sin contar con el debido instrumento, el esquema se indetermina: no es posible alcanzar ambos objetivos simultáneamente. Esa es la situación que se presenta cuando se tiene un sistema cambiario de minidevaluaciones, como se explicó antes.

El control monetario se complica aún más si adicionalmente se incorpora un objetivo de variación en las reservas internacionales, debido a la interrelación entre ambos. Por ejemplo, al intentar alcanzar una meta de aumento de reservas internacionales, sin contar con la suficiente flexibilidad cambiaria, las autoridades tendrán que utilizar las tasas de interés. De esta manera, las variaciones en las tasas de interés deberán responder en mayor medida al objetivo de reservas que al de agregados monetarios. Debido a que los programas monetarios generalmente establecen metas de incremento de las reservas internacionales en períodos cortos, el control de los agregados monetarios tiende a complicarse. Al final de cuentas, dependiendo de las circunstancias imperantes, las autoridades tendrán que decidir a cuál de ellos le dan mayor importancia relativa.

### 2.3.2 Corto horizonte de la programación

La programación financiera en Costa Rica se concentra en el muy corto plazo. En vista de los grandes y variables rezagos que presentan las acciones de política monetaria, en particular sobre la tasa de inflación, lo más adecuado es que estos programas se realicen para mayores períodos de tiempo (2-4 años). En caso contrario, este procedimiento tiene el inconveniente de que eventualmente podría subestimar o sobrestimar los diferentes acontecimientos, con consecuencias negativas para la estabilidad de mediano plazo y el comportamiento de las variables reales. Por dichas

<sup>15</sup>Ver: Zúñiga Fallas, Norberto y otros, No 174, setiembre 1997.

razones es cada vez mayor la tendencia mundial a diseñar la programación monetaria sobre un horizonte de mediano plazo.

### **2.3.3 Estimación de la Producción**

En la elaboración del programa monetario del país se utiliza la estimación de la producción correspondiente a cada año. De manera muy simplificada, por ejemplo, cuando se espera una contracción en la actividad económica, los agregados monetarios tenderán a crecer a una menor tasa, a efecto de permitir únicamente su financiamiento. Si bien este procedimiento puede ayudar a contener las presiones inflacionarias en el corto plazo, podría lograrlo a costa de una mayor profundización de la recesión. Por ello, en general se recomienda que para estos efectos se utilicen estimaciones del crecimiento potencial de la economía. En ese sentido, cuando la producción estimada del año está por debajo de la potencial, la política monetaria podría ser un poco más flexible sin generar problemas inflacionarios y viceversa. De esta manera, la política monetaria coadyuvaría a la reducción de los ciclos económicos y a asegurar la estabilidad en el mediano plazo.

### **2.3.4 Utilización de datos a fin de mes**

El programa monetario en nuestro país y su respectivo seguimiento se realiza con base en datos a fin de mes. En general las variables monetarias y crediticias son altamente sensibles a las diferentes fechas, trátese de días feriados, días de pago, fines de semana, etc. En ese sentido, cuando se trabaja con datos a fin de mes se corre el riesgo de observar comportamientos irregulares y tener estimaciones de demandas menos precisas. Todo esto dificulta el seguimiento y control de la política monetaria. Por ello, en aquellos países en donde se establecen metas para los agregados monetarios, se ha tomado la decisión de emplear las cifras en promedios en vez de saldos y, además, aprobar las metas dentro de una banda de fluctuación. De esta manera, se otorga mayor flexibilidad y credibilidad a las acciones del banco central.

### **2.3.5 Prevalencia de metas de tasas de interés**

Con las transformaciones experimentadas en el sistema financiero, el control de los agregados monetarios y las estimaciones de demanda se han dificultado enormemente. Con frecuencia es típico observar cambios erráticos inesperados en esas variables. Así, si las autoridades se comprometieran a mantener los agregados dentro de las metas establecidas en el programa

monetario, el resultado sería una gran inestabilidad de las tasas de interés. Dado que un comportamiento irregular en las tasas de interés resulta muy costoso para la economía, en la práctica los bancos centrales se inclinan por propiciar cambios únicamente cuando obedecen a modificaciones en los fundamentales. Como consecuencia, las autoridades monetarias pierden control de los agregados monetarios en el corto plazo. Con tal de evitar grandes cambios en las tasas de interés, los agregados monetarios se convierten al final de cuentas en variables endógenas.

## **2.4 Cumplimiento de los principales supuestos**

Aparte de los problemas anteriores, lo cierto es que en estos momentos resulta cuestionable el cumplimiento de los principales supuestos sobre los cuales se basa el esquema actual de agregados monetarios.

### **2.4.1 Estabilidad de la demanda por dinero**

La estabilidad de la demanda de dinero es un supuesto esencial para que las autoridades puedan basar el esquema de política en agregados monetarios. Si la demanda de dinero es inestable, eso significa que no es predecible, lo cual dificulta la toma acertada de las respectivas acciones de política. Las transformaciones ocurridas en el sistema financiero nacional en los últimos años se ha reflejado en una pérdida de estabilidad de la mayoría de los agregados monetarios. Esto ha sido más evidente conforme más estrecha es la definición de dinero empleada. Como consecuencia, se han encontrado serias dificultades para pronosticar con cierto grado de precisión las demandas monetarias de los agentes económicos. En esas circunstancias, intentar controlar la cantidad de dinero más bien introduciría mayor inestabilidad en las tasas de interés y perturbaciones a las principales variables reales.

### **2.4.2 Grado de control monetario**

Bajo el esquema vigente, los agregados monetarios deben ser controlables. De no cumplirse esta condición, el enfoque no funcionaría pues no se podrían alcanzar las metas intermedias establecidas, las cuales son esenciales para lograr los objetivos finales. En Costa Rica existen suficientes elementos para afirmar que el grado de control monetario es reducido. Tradicionalmente la economía costarricense se ha caracterizado por ser muy abierta a los mercados internacionales; sin embargo, con la reducción de las tarifas arancelarias, la liberalización

de la cuenta de capital y el avance en las telecomunicaciones de los últimos años, este grado de apertura se ha incrementado considerablemente. Esto, unido a la adopción de un régimen cambiario, que desde una perspectiva de manejo monetario presenta características de fijo, ha implicado una reducción apreciable de las posibilidades de controlar los agregados monetarios. En efecto, cuando se presentan entradas o salidas netas de divisas se afecta directamente las reservas internacionales, las cuales constituyen un mecanismo de expansión o contracción de medios de pago. Como se ha mencionado en muchas ocasiones, bajo esas condiciones las autoridades lo único que podrían controlar en el largo plazo es la composición de la base monetaria entre reservas internacionales y crédito interno.

### 2.4.3 Mecanismos de transmisión

Bajo un esquema de variables monetarias intermedias, los mecanismos de transmisión deben darse esencialmente desde dos diferentes canales: 1) modificando los instrumentos, las autoridades afectan las variables monetarias; y 2) afectando las variables monetarias, se influye sobre los objetivos finales. Dada la mayor apertura de nuestra economía y el acelerado proceso de integración de los sistemas financieros, es de esperar que los mecanismos de transmisión de la política monetaria se hayan visto afectados, tal y como ha sucedido en muchos otros países. En este sentido, todo parece indicar que variables como el tipo de cambio, el precio de los activos reales y financieros y las tasas de interés, entre otros, han ganado importancia relativa como canales de transmisión, en detrimento de los agregados monetarios. De esta manera, en vez de sólo utilizar las variables monetarias, las autoridades deberían emplear un esquema más amplio que incorpore variables informativas adicionales.

Como corolario se puede afirmar que la implementación de la política monetaria presenta algunos conflictos de objetivos y problemas operativos que pueden ser relativamente fáciles de resolver<sup>16</sup>, especialmente los últimos. Sin embargo, los problemas que surgen como consecuencia de la inaplicabilidad de los principales supuestos sí representan serias dificultades para continuar

<sup>16</sup> Tal y como se analizó antes, los pocos casos en donde aún subsisten esquemas de agregados monetarios (Alemania, por ejemplo), presentan, entre otras, las siguientes características: horizonte de mediano plazo, metas bastante flexibles, crecimientos trimestrales promedios, metas y supuestos dentro de bandas de fluctuación, selección de agregados monetarios amplios, así como la adopción de esquemas cambiarios altamente flexibles, de forma tal que no impongan restricciones al control de la oferta monetaria.

ejecutando la política monetaria mediante el seguimiento de agregados monetarios. Por esa razón en la próxima sección se sugiere un esquema alternativo de política a efectos de que sea considerado por las autoridades.

### 3. PROPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA: META EXPLÍCITA DE INFLACIÓN

Las dificultades observadas con el esquema de política monetaria actual, sugieren la conveniencia de proceder a una exhaustiva revisión. Con ese propósito, en esta sección se plantea la adopción paulatina de una propuesta alternativa de política monetaria basada en metas explícitas de inflación<sup>17</sup>. En general, a juicio de los autores, este esquema, aparte de que tiene grandes posibilidades de aplicación en nuestro país, reúne la mayoría de características deseables para una adecuada implementación: efectividad, rendición de cuentas, transparencia, orientación de mediano plazo, continuidad, y consistencia con la independencia del banco central<sup>18</sup>.

Si bien en principio se analizó la posibilidad de adoptar algún otro esquema alternativo basado en variables intermedias, ya sea de tasa de interés o tipo de cambio, lo cierto es que estos enfoques usualmente resultan ser muy restrictivos y mecánicos. De hecho, estos esquemas parten del supuesto de que los objetivos finales de política están íntimamente relacionados con las metas intermedias y estas, a su vez, con los instrumentos de política, lo cual no necesariamente es cierto. En el caso particular de la inflación, que constituye el principal objetivo de la política monetaria, la mayoría de estudios concluyen que si bien en el largo plazo se puede atribuir a un fenómeno monetario, en el corto plazo depende de una variedad de factores. En ese sentido, si se adoptara un enfoque de meta intermedia, se estaría subestimando la relevancia que tienen otros tipos de variables sobre las presiones inflacionarias, lo cual podría ser contraproducente para la toma de decisiones. De ahí la conveniencia de adoptar un enfoque más integral y flexible como el que aquí se sugiere.

<sup>17</sup> Los tres primeros países que aplicaron este esquema fueron: Nueva Zelanda (marzo, 1990), Canadá (febrero, 1991) e Inglaterra (octubre, 1992). Posteriormente lo hicieron otros países: Suecia (enero, 1993), Finlandia (febrero, 1993), Australia (1993) y España (noviembre, 1994).

<sup>18</sup> Aún cuando el período de aplicación en dichos países es relativamente corto, los resultados obtenidos han sido muy favorables: reducción de la inflación, crecimiento con menor volatilidad, mayor credibilidad de los bancos centrales y discusiones centradas en la conveniencia de alcanzar determinada meta.

### 3.1 Principales Características

En términos generales el enfoque consiste en el anuncio o compromiso público por parte del gobierno, el banco central, o ambos, que en el futuro el banco central se abocará, como objetivo primario de mediano plazo, a mantener la estabilidad de precios. Las metas de inflación usualmente se especifican como rangos y típicamente se establecen para períodos múltiples que van de dos a cuatro años. Los anuncios iniciales de las metas de inflación generalmente establecen una transición gradual de los niveles actuales a los deseados. Además, un régimen de esta naturaleza requiere de gran comunicación con el público y los mercados acerca de los planes y objetivos de las autoridades, así como una mayor rendición de cuentas del banco central en la obtención de sus objetivos de inflación.

Algunos de los rasgos más relevantes de este esquema son los siguientes:

- El objetivo principal de la política monetaria es el control de la inflación en el mediano plazo. Así, se evita responder a cambios que obedecen a factores transitorios y se logra una mayor relación entre estabilidad y crecimiento económico sostenible.
- La meta de inflación se convierte en un ancla nominal, particularmente cuando existe credibilidad en el banco central. De esta manera contribuye a que los agentes económicos ajusten sus expectativas a la meta y ayuden a reducir la inflación.
- No existen metas intermedias como tradicionalmente se conoce. Para algunos autores la meta intermedia es el pronóstico de inflación. Para darle seguimiento a las metas de inflación se obtienen pronósticos de la inflación futura con base en una serie de variables informativas.
- Para reducir los conflictos de objetivos entre la estabilidad y la variabilidad del producto que surgen cuando se presentan choques de oferta, la política monetaria puede permitir un incremento de la inflación en el corto plazo, pero sin perder de vista la meta de mediano plazo.
- Sin pretender que los bancos centrales ejecuten una política monetaria anticíclica, este esquema se caracteriza por una mayor flexibilidad para conseguir las metas de inflación. Así, las acciones de política tienden a ser más graduales y

con menores efectos negativos sobre la producción y el empleo (Svensson, 1997).

- Para lograr credibilidad es necesario una política transparente y de rendición de cuentas a los agentes económicos sobre la evolución y cumplimiento de las metas de inflación. Para ello se recurre con bastante frecuencia a conferencias de prensa, publicación de boletines, informes al Congreso, etc.

### 3.2 Aspectos Operativos

Cuando se decide implementar un esquema de política basado en una meta explícita de inflación, debe procederse a definir los siguientes aspectos:

#### 3.2.1 Índice de precios que se debe usar

La escogencia del indicador de inflación debe reunir idealmente las siguientes características: conocido por la mayoría de agentes económicos; publicarse con frecuencia mensual; y ser calculado por una entidad diferente al ente que establecería la meta de inflación. De todos los índices que existen en el país, el de precios al consumidor es el que reúne la mayoría de esas condiciones. Es el indicador que se emplea para medir la inflación; se utiliza para las fijaciones salariales, se publica los primeros días del mes siguiente y lo calcula la Dirección General de Estadísticas y Censos. Por otra parte, con el propósito de darle énfasis a las tendencias de inflación y no a las fluctuaciones de corto plazo, las metas se deben enfocar sobre una base interanual de doce meses y además es conveniente que se le excluyan algunos bienes afectados por choques transitorios. En relación con este último aspecto la División Económica ya ha venido realizando algunos avances.

#### 3.2.2 Velocidad de disminución de las metas establecidas

Aunque es ideal que los bancos centrales logren lo más pronto posible la estabilidad de precios, la velocidad de disminución de las metas de inflación dependerá de factores tales como la existencia de contratos de largo plazo, rezagos en el impacto de las medidas y en el ajuste de las expectativas de inflación, condiciones iniciales de la economía y credibilidad de las autoridades. Sin embargo, para que la trayectoria establecida como meta sea creíble, debe mostrar una clara tendencia hacia la baja. En el caso de Costa Rica, durante los últimos 15 años se ha registrado una inflación catalogada como moderada, cuyo promedio es de alrededor de 17%, con

desviaciones de siete puntos. Dada la gran inercia existente, la magnitud del déficit fiscal y deuda interna, así como la incertidumbre acerca de la reacción de la economía y los potenciales costos de un proceso acelerado de desinflación, puede ser conveniente proceder con mesura (1-2% anual?).

### 3.2.3 Determinación de la fecha para alcanzar la primera meta

Debido a los impredecibles rezagos que presenta la política monetaria y a las diversas variables determinantes, si se intentara lograr las metas de inflación en un futuro muy cercano, se toma el riesgo de incumplirlas, lo cual afectaría la credibilidad del banco central. Los estudios realizados para Costa Rica detectan la falta de una relación estrecha en el corto plazo entre la inflación y la política monetaria. Asimismo, existe evidencia de que cuando se ha pretendido reducir las tasas de inflación en períodos cortos de tiempo, la mayoría de las veces las metas no se han cumplido, afectándose de paso negativamente la actividad económica. Dada cierta incertidumbre sobre las verdaderas condiciones vigentes, la reacción de los agentes económicos y la evolución de las condiciones externas, pareciera apropiado que la primera meta de inflación se pretenda alcanzar hasta dentro de unos dos años. De esta manera, se reduce el riesgo de incumplimiento y permite enfocar las acciones de política en torno a las tasas de inflación futuras.

### 3.2.4 Necesidad de establecer bandas alrededor de las metas de inflación

Las dificultades que existen para pronosticar la tasa de inflación y la falta de precisión para predecir los efectos de política monetaria sobre esta variable, sugiere la conveniencia de que las metas se establezcan dentro de cierto rango y no de manera puntual. La decisión sobre la magnitud de las bandas presenta un conflicto entre la probabilidad de lograr exitosamente la meta y la utilidad de que las metas sirvan como instrumento para influir sobre las expectativas. Entre más amplias son las bandas, más alta es la probabilidad de alcanzar la meta, pero

menos útiles son para cambiar el comportamiento del público. Por ello, lo recomendable es que las bandas no sean muy amplias para evitar que los agentes económicos pierdan interés y credibilidad sobre los anuncios de las metas propuestas. A pesar de que los estudios empíricos sugieren bandas más anchas para asegurar su cumplimiento, en general se recomienda que las bandas sean entre dos y tres puntos porcentuales.

### 3.2.5 Modificación de las metas de inflación

A pesar de que debe evitarse al máximo los cambios de las metas de inflación, cuando se presentan choques de precios inesperados o grandes desastres naturales, puede resultar conveniente permitir desviaciones temporales. Tal situación se podría presentar, por ejemplo, en caso que los choques fueran suficientemente grandes y ocurrieran cerca de la fecha establecida para la meta. Aunque no es de esperar que las acciones de política monetaria puedan revertir tales efectos en el corto plazo, las autoridades podrían poner en funcionamiento el ajuste requerido para retomar la tendencia de la tasa de inflación a la trayectoria meta. En tales circunstancias, las acciones de política tendrían que ser dirigidas a asegurar que la meta de inflación anunciada para el próximo período se cumpla. Cuando los choques son catalogados como transitorios y de bajo impacto, las autoridades pueden permitir que afecten el nivel de precios, pero no la tendencia de inflación.

## 3.3 Uso de variables informativas

El esquema de meta explícita de inflación introduce algunas modificaciones en la instrumentación de la política monetaria. Uno de los rasgos más relevantes es la utilización de variables informativas, las cuales permiten dar señales sobre el desenvolvimiento actual, pero particularmente, sobre la evolución esperada de los principales objetivos finales. El siguiente esquema presenta de manera resumida el proceso sobre el cual se basa el diseño de la política monetaria de los bancos centrales que siguen este enfoque:



Como el objetivo final de política monetaria es la tasa de inflación, las variables indicativas constituyen un indicador adelantado sobre las

presiones inflacionarias futuras. En ese sentido será necesario realizar estudios que contribuyan a determinar las verdaderas causas de la inflación en

diferentes períodos. A pesar de que los pronósticos se realizan con base en modelos formales y aplicando simulaciones, técnicas econométricas y de series de tiempo, también se deberá incorporar el juicio de los diferentes especialistas. Existe relativo consenso en que el papel de estos últimos adquiere mayor relevancia en el corto plazo, en tanto que los modelos contribuyen en mayor medida con el ejercicio de las proyecciones de mediano y largo plazos.

Bajo este enfoque, las variables intermedias, como los agregados monetarios y crediticios, no se descartan del todo, sino que se utilizan como variables indicativas adicionales, pero ya no como variables a controlar. La gama de variables que se incorporan como indicativas es amplia y su elección es básicamente empírica. Lo importante es que contribuyan a explicar la inflación futura y permitan así evaluar las presiones inflacionarias. Dentro de las variables informativas, además de los agregados financieros, se pueden utilizar las tasas de interés nominales y reales, la pendiente de la curva de rendimiento, los tipos de cambio, los precios de activos reales y financieros, las reservas monetarias internacionales, los déficit fiscal y de cuenta corriente, índices de salarios, los cambios en impuestos indirectos, factores de oferta y demanda, y diferentes indicadores adelantados de la actividad económica.

Como se dijo antes, para la determinación de las relaciones existentes entre las variables indicativas y la inflación, se requerirán diversos estudios de los departamentos técnicos del Banco Central. Para ello será necesario no sólo contar con fuentes de datos confiables y oportunas, sino también con una buena cantidad de funcionarios dedicados exclusivamente a estas labores. Si bien estos estudios deberán apoyarse en fundamentos teóricos, su enfoque es en buena medida empírico. Será necesario disponer de estudios que expliquen la inflación como consecuencia de presiones de demanda, pero también por empuje de costos; de choques internos y externos; de inflación importada y de aumento de impuestos, etc. La utilidad de cada factor dependerá, en muchos casos, del período de que se trate. No puede descartarse la posibilidad de que en algunos momentos se presenten divergencias en las señales entre los diversos indicadores, para lo cual deberá recurrirse en mayor medida al juicio de los expertos.

### 3.4 Instrumentación de la política monetaria

Bajo el presente esquema, la instrumentación de la política monetaria puede experimentar algunas variaciones. Si bien en principio se podría continuar

utilizando la tasa de interés como principal instrumento para controlar las presiones inflacionarias, las fuerzas motoras que inducen sus variaciones sí pueden cambiar apreciablemente. En efecto, mientras en un esquema de política basado en variables monetarias, las modificaciones de las tasas de interés responden a los excesos monetarios, con el nuevo esquema cambiarán en respuesta a las señales que brinden las variables informativas. Sólo cuando, de conformidad con estas variables, los pronósticos de inflación se desvían de las metas de inflación, la autoridad monetaria procederá a modificar las tasas de interés.

Si bien en este esquema el principal instrumento de control monetario lo constituye las tasas de interés de corto plazo del Banco Central, en países como Canadá e Inglaterra también se utiliza el índice de condiciones monetarias como variable operativa. Este índice se calcula como un promedio de la tasa de interés de corto plazo y el tipo de cambio<sup>19</sup>, y su ponderación depende del impacto de cada una de ellas en la demanda agregada o en los precios, ya sea en términos nominales o reales. De conformidad con esta variable operativa, las modificaciones en las tasas de interés del Banco Central responderán a los desvíos que experimenta este índice en relación con el del año base escogido.

De manera similar a la clasificación que existe bajo un esquema de agregados monetarios, en este caso las acciones de política monetaria también se pueden ordenar en tres diferentes niveles: ajustes de tendencia, de corto plazo y marginales. Idealmente, los ajustes de tendencia son los que deberían constituir las principales señales de las intenciones de las autoridades sobre la dirección de la política monetaria. Los cambios en estas tasas de interés, a efecto de lograr las metas de inflación, se pueden inducir mediante la mayor o menor participación del Banco Central en las subastas de títulos o en el mercado secundario.

Los ajustes de corto plazo y marginales tienen como principal función proveer o captar la liquidez necesaria, a efecto de evitar grandes oscilaciones en las tasas de interés. Para prevenir una utilización excesiva de los recursos de la Autoridad Monetaria y promover el mercado interbancario, el Banco Central podría establecer una banda a sus tasas de interés lo suficientemente amplia como para inducir a los intermediarios financieros a acudir a él

<sup>19</sup> La incorporación del tipo de cambio obedece al reconocimiento de que constituye un importante mecanismo de transmisión de la política monetaria.

sólo como recurso de última instancia<sup>20</sup>. Aunque los reportos podrían utilizarse, los ajustes de liquidez se darían en buena medida a través de mecanismos de crédito y de depósitos *overnight* del Banco Central. Esto haría necesario una menor rigurosidad para estimar los niveles de liquidez que presenta el sistema en un momento dado.

Aparte de lo anterior, es importante destacar que la aprobación del programa monetario tal y como se realiza en la actualidad podría sufrir algunas modificaciones: 1) deberá realizarse para períodos más largos, en vez de ser para un año en particular; 2) no será estrictamente necesario publicar puntualmente las metas de las variables monetarias, pues únicamente constituirán variables informativas; 3) las metas de inflación deberán justificarse rigurosamente a efecto de que sean creíbles y se puedan cumplir; 4) será importante publicar las principales variables indicativas que se utilizan para realizar los pronósticos de inflación; 5) el Banco Central deberá tener una participación activa para explicar la evolución de la inflación, sus causas, el cumplimiento o desvío de las metas, etc.

### 3.5 Condiciones para una adecuada implementación

Como cualquier cambio significativo que pretenda hacerse en la instrumentación de la política económica, la implementación de un esquema como el que se propone debe presentar una serie de condiciones para contribuir al éxito. Un estudio reciente de funcionarios del Fondo Monetario Internacional (WP/130/1997) menciona que los países que adopten este esquema deberían presentar los siguientes prerrequisitos: un banco central independiente, control sobre las finanzas públicas, baja inflación, mercados financieros profundos, flexibilidad en los regímenes cambiarios, control de la inflación como principal objetivo, suficiente grado de credibilidad, adecuado conocimiento sobre las causas de la inflación y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De acuerdo con ellos, la mayoría de los países en desarrollo no presentan esas condiciones, razón por la cual no parece muy factible su implementación exitosa.

Si bien lo ideal es que un país pueda cumplir todas las condiciones citadas, no es la primera vez que reformas cruciales se han realizado en presencia de sólo algunas de ellas. Lo importante es poder contar al menos con los prerrequisitos considerados

más relevantes y que los demás no constituyan serios obstáculos para su aplicación. Para mencionar sólo un ejemplo, en nuestro país la liberalización de la cuenta de capital se realizó sin que se hubiera completado la reforma de los mercados internos y la apertura de la cuenta corriente. Aunque no existen estudios que cuantifiquen los beneficios o costos, no pareciera existir consenso para retroceder en esa decisión. Más bien, la determinación de abrir la cuenta de capitales ha contribuido a ejercer presión para que se realicen ajustes en otras áreas de la economía.

A juicio de los autores, Costa Rica presenta en estos momentos condiciones favorables para evaluar la instrumentación del esquema propuesto en un futuro cercano. Algunas de ellas son las siguientes:

- El esquema actual de política basado en metas intermedias de agregados monetarios se utiliza únicamente como marco de referencia. Los desvíos de corto plazo en esas variables no necesariamente se traducen en cambios en la política monetaria. En la práctica las autoridades emplean un esquema más parecido al de metas explícitas de inflación, observando también el comportamiento de variables no monetarias. Un cambio en ese sentido le daría más consistencia y credibilidad al Banco Central.
- Con las últimas modificaciones introducidas a la Ley Orgánica del Banco Central en 1995, el cumplimiento de sus objetivos ha sido dividido en principales y subsidiarios. Mientras los **objetivos principales** están relacionados con la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y su convertibilidad; los relacionados con el desarrollo económico se convierten en secundarios (Artículo 2). Así, por primera vez de manera explícita, se le encomienda al Banco Central controlar prioritariamente el valor de la moneda nacional (inflación y devaluación). Esta modificación es básica para implementar un esquema como el que se propone.
- En la misma Ley Orgánica se introducen cambios a la composición de los miembros de la Junta Directiva que tienden a darle mayor autonomía política a la Autoridad Monetaria (Artículo 17 y Transitorio VI), con lo cual en determinado momento el Poder Ejecutivo dejaría de contar con mayoría. Aún cuando es necesario avanzar en ese sentido, la reciente decisión de nombrar en la Presidencia del Banco Central a un funcionario de otro partido político, implica mayor

<sup>20</sup> Esto por cuanto los préstamos se concederán a la tasa superior y los recursos excedentes se recibirán a la tasa inferior.

independencia, que contribuirá a fortalecer la credibilidad. Asimismo, la autorización para redocumentar las deudas del Gobierno con el Banco Central (Artículo 175) apunta en ese sentido y facilita el cumplimiento del objetivo primario.

- Este esquema parece aplicarse bastante bien a economías consideradas abiertas, tal como lo es Costa Rica. De hecho la mayoría de los países que lo aplican presentan pocas restricciones en las cuentas comercial y de capital. Al menos dos factores la hacen muy apropiada para este tipo de economías (Svensson, 1997): a) el tipo de cambio se convierte en un mecanismo adicional de transmisión monetaria; y b) la economía está sujeta a importantes choques externos e internos. Esto hace necesario un enfoque más integral y con objetivos de mediano plazo.
- A pesar de que el mercado financiero costarricense no es tan sofisticado como los de los países desarrollados, presenta características poco usuales en comparación con muchos de los países en desarrollo: sistema semanal de subastas de títulos públicos; considerable mercado secundario de títulos; sistema de pagos en proceso de modernización; acelerado crecimiento de títulos de deuda de largo plazo; existencia de mercado interbancario de dinero; sistema de colocación de corto plazo en el Banco Central (*over night*). Así, no pareciera que este sector constituya un serio obstáculo para la instrumentación de este esquema.
- En los últimos tres años se ha dado un proceso paulatino de reducción de las tasas de inflación: 22.6% en 1995; 13.9% en 1996 y 11.2% en 1997. En este último año, la meta de inflación (12%) se cumplió satisfactoriamente, sin necesidad de acudir a controles de precios. Existe la creencia en los agentes económicos que el tradicional ciclo político electoral ha sido reducido considerablemente y no habrá necesidad de ajustes drásticos. Esta mayor credibilidad se ha visto fortalecida con los anuncios de las nuevas autoridades de llevar a cabo un programa de ajustes graduales con objetivos de mediano plazo.
- Algunos autores mencionan los inconvenientes que puede tener un régimen de política cambiaria fijo o de minidevaluaciones para la efectividad de un esquema de metas explícitas de inflación. El argumento que citan es que un sistema con esas características evita durante cierto período la

necesidad de acciones correctivas. Sin embargo, si este esquema de política cambiaria se maneja responsablemente, tomando en cuenta el comportamiento futuro de las variables fundamentales (*forward-looking approach*), podría constituir un ancla nominal complementaria que ayudaría a reducir las expectativas de inflación y al cumplimiento de las metas establecidas.

No obstante lo anterior, debe reconocerse la necesidad de realizar esfuerzos en diversas áreas de la economía para lograr una mejor instrumentación de este esquema de política monetaria: mayor control de las finanzas públicas; algún grado de flexibilización del régimen cambiario; aumentar la credibilidad, comunicación y rendición de cuentas del Banco Central con los agentes económicos; dar muestras de su mayor independencia efectiva y de su disposición de controlar las presiones inflacionarias. Asimismo, será necesario contar con la definición de algunos de los aspectos operativos mencionados, mejores y oportunas fuentes de información y especialmente de estudios que permitan determinar las causas de la inflación futura en diversos períodos.

#### 4. Conclusiones

1. Existen varias razones que justifican una revisión exhaustiva del esquema actual de la política monetaria. De hecho, ya desde hace algún tiempo, se han venido manifestando algunas inquietudes en este sentido, aunque es hasta ahora que se efectúa una propuesta formal de una estrategia alternativa, .
2. La estrategia sugerida (control directo de la inflación), no implica una ruptura radical con los procedimientos seguidos actualmente. En realidad, la adopción de esta estrategia vendría a darle mayor coherencia a lo que de un modo un poco empírico se ha venido haciendo en los últimos años. Sin embargo, sí requiere esfuerzos adicionales, tanto a nivel del banco central, como nacional. Entre otras cosas sería necesario:
  - Dotar al banco central de mayor autonomía
  - Un mayor compromiso de las autoridades económicas en general y, particularmente, del Ministerio de Hacienda, con la meta de reducir la inflación
  - Mayor apertura del banco central para informar al público y a los participantes en el mercado



- financiero de sus planes y objetivos, y mayor responsabilidad por sus acciones
- Un cambio de mentalidad con respecto al horizonte de planeación de la política monetaria, que la oriente más hacia el mediano plazo
  - Efectuar estudios que permitan tener una mejor comprensión de las causas y comportamiento de la inflación en Costa Rica, para poder afinar los pronósticos de dicha variable
  - Desarrollar indicadores adelantados de la inflación
  - Mejorar la precisión y calidad de la información empleada para darle seguimiento al programa monetario
- Estas condiciones, aunque deseables, difícilmente van a poder ser satisfechas en su totalidad en el corto plazo. Por eso, sería conveniente introducir la estrategia propuesta con lo que se dispone e ir perfeccionándola poco a poco.
-

## 5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Central de Costa Rica, abril, 1997.

Bank of Canada. *"A proposed framework for the implementation of monetary policy in the large value transfer system environment"*. Discussion Paper 2, March 1996.

Bank of International Settlements. *"Real time gross settlement systems"*. Basilea, marzo 1997.

Bernanke B. and Mishkin F. *"Inflation targeting: a new framework for monetary policy?"* Working paper 5893, National Bureau of Economic Research, January 1997.

González C. y otros. *"Formulación y ejecución del programa monetario en Costa Rica"*. Serie de Asuntos Económicos N° 136, Banco Central de Costa Rica, 1994.

Grayand S and Hoggarth G. *"Introduction to Monetary Operations"*. Centre for Central Banking Studies, Bank of England, September 1996.

Hoggarth Glenn. *"Introduction to Monetary Policy"*. Centre for Central Banking Studies, Bank of England, May 1996.

International Monetary Fund. *"Payment systems, monetary policy and the role of the central bank"*, 1998.

King Mervyn.. *"The inflation target five years on"*. Bank of England, Lecture delivered at the London School of Economics, October 1997.

Material de curso impartido por el Fondo Monetario Internacional *"Specialized Course on Monetary and Inflation Targeting"*, Marzo 30-abril 3, 1998.

Mishkin Frederic. *"Strategies for controlling inflation"*. Working paper 6122, National Bureau of Economic Research, August 1997.

Redondo B. y Monge O. *"La creación de base monetaria y la intervención del banco central en el mercado de dinero"*. Banco Central de Costa Rica, agosto 1997.

Segura V. Boris. *"Diseño de un sistema de transferencia de alto valor para Costa Rica"*.

Sellon, Gordon and Weiner, Stuart. *"Monetary policy without reserve requirements : Analytical issues"*. Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, cuarto trimestre 1996.

Sellon, Gordon and Weiner, Stuart. *"Monetary policy without reserve requirements : Case studies and options for the United States."*. Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, cuarto trimestre 1996.

Svensson Lars. *"Inflation targeting in an open economy: Strict or flexible inflation targeting?"*, November 1997.

Villanueva M. y otros. *"Experiencias en la política monetaria: Lecciones para Costa Rica"*. Serie Comentarios de Asuntos Económicos N° 177, Banco Central de Costa Rica, 1997.

Zúñiga N. y otros. *"Aspectos teóricos para el diseño de la política monetaria"*. Serie Comentarios de Asuntos Económicos N° 174, Banco Central de Costa Rica, 1997.

---