

Informe de Inflación

Enero, 2004

El análisis en el Informe de Inflación se basó en el trabajo de la División Económica del Banco Central de Costa Rica. Este informe fue conocido por el Presidente, el día 26 de febrero, 2004

ADVERTENCIA

La redacción de este informe se realizó con las cifras disponibles a diciembre, 2003 y están sujetas a revisiones

Indice General

Presentación	5
Evolución reciente de la inflación 1	6
1.1 Evolución reciente de los precios	6
1.2 Efecto de los Bienes Regulados sobre la Inflación	8
¿Es posible reducir la inflación en Costa Rica? 2	11
2.1 Posibles estrategias de mediano y largo plazo para reducir la inflación	13
2.2 Sostenibilidad de la deuda del Gobierno Central y del Sector Público Global	24
Proyecciones y balance de riesgos 3	30
3.1 Cumplimiento de la meta de inflación para el 2003	30
3.2 Proyecciones combinadas para el 2004 y 2005	31
3.3 Meta de precios del programa monetario 2004-2005	32
3.4 Principales resultados de la Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas	32
3.5 Balance de riesgos	33

Presentación

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) presenta el Informe de Inflación del mes de enero, 2004. En esta ocasión, el contenido principal del Informe se concentra en analizar las opciones de política que giran alrededor del principal reto que enfrenta esta Institución en la actualidad: reducir la tasa de inflación a niveles más cercanos a los estándares internacionales.

Desde la última reforma a la Ley Orgánica del Banco Central, se le asignó a esta Institución una mayor responsabilidad hacia el objetivo de procurar la estabilidad interna y externa de la moneda nacional. A partir de entonces, el diseño de la política económica de su competencia ha tenido como norte el cumplimiento de dicho objetivo.

Durante la última década se ha logrado conseguir una reducción paulatina de la tasa de crecimiento de los precios dentro de un entorno de gran estabilidad macroeconómica interna, a pesar de la ocurrencia a nivel internacional de algunos eventos de naturaleza financiera y/o de carácter geopolítico. Sin embargo, ha sido difícil conseguir tasas de inflación de un dígito de manera sostenida que permita marcar la senda para una convergencia hacia los niveles de inflación internacionales. El principal factor que explica esta situación, es la existencia de una serie de restricciones que limitan la capacidad que tiene el Banco Central para implementar una estrategia exitosa en materia de reducción de la tasa de inflación.

Es en este contexto que el Informe de Inflación explora las posibilidades del Banco Central para implementar estrategias de política monetaria y cambiaria que permitan reducir la tasa de inflación a partir de los niveles observados a finales del 2003. Asimismo, se desea ser explícito en cuanto a los costos que están asociados a cada una de dichas alternativas, así como los elementos que las condicionan, no solo para su implementación sino también para que estas sean exitosas.

De esta manera, se continúa otorgando importancia en este Informe al análisis y valoración de los retos que enfrenta la política monetaria para cumplir con su cometido de garantizar la estabilidad de la moneda y los precios, dadas las condiciones particulares que enfrenta nuestra economía.

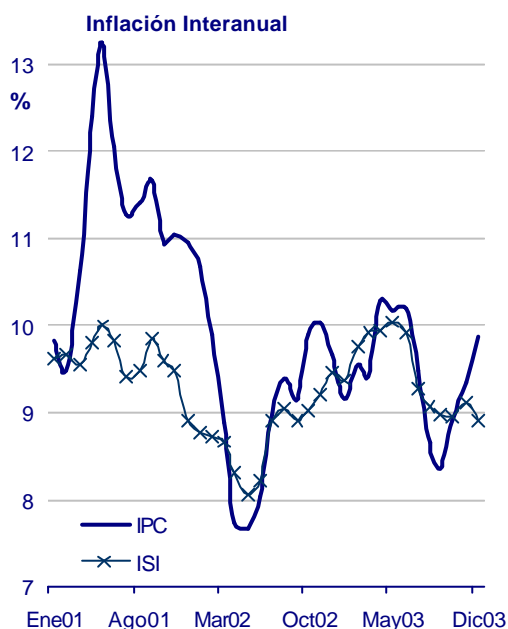
Francisco de Paula Gutierrez G.
Presidente

El crecimiento del índice de precios al consumidor (IPC) fue de 9.9% al término de 2003. Este resultado fue consistente con lo establecido en el Programa Monetario. Adicionalmente, por segundo año consecutivo las variaciones interanuales de este indicador fueron de un dígito durante la mayor parte del año.

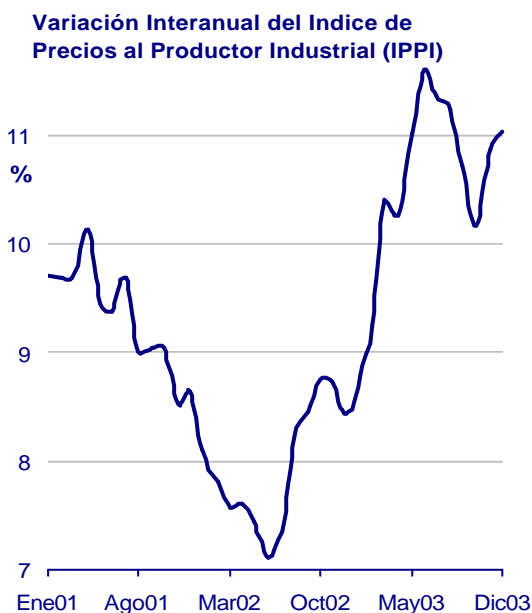
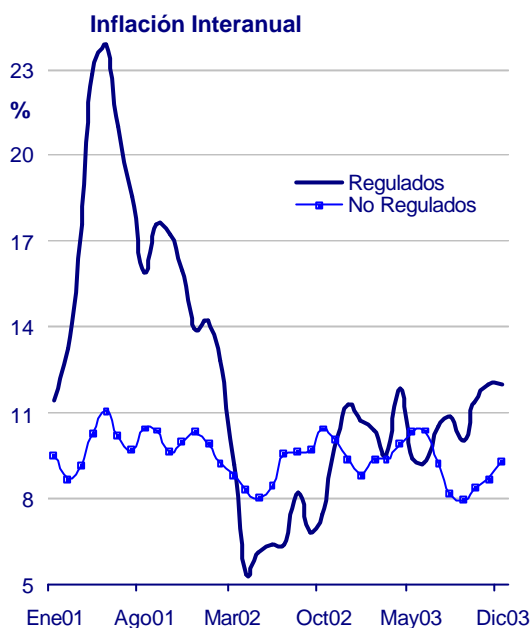
1.1 Evolución reciente de los precios

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó en el segundo semestre de 2003 un crecimiento acumulado, respecto al primer semestre, inferior al del mismo periodo de 2002. El IPC en el segundo semestre resultó afectado por las alzas en algunos rubros regulados y productos agrícolas. Los productos regulados y agrícolas que más incidieron en el crecimiento del indicador en los últimos seis meses del año fueron: energía eléctrica, combustibles, transporte urbano, arroz, cebolla y tomate. Si se excluye del cálculo del IPC a los productos agrícolas y regulados, el aumento acumulado de éste en la segunda mitad del 2003 se sitúa en un 3,8%, inferior en casi un punto porcentual al observado en igual periodo del 2002 (4,9%).

Por su parte, el Índice Subyacente de Inflación (ISI), que capta el nivel más permanente de la evolución general de los precios¹, mostró un comportamiento similar al descrito para el IPC, pero la desaceleración fue más intensa, de forma tal que en el segundo semestre de 2003, respecto al primer semestre, el indicador acumuló un incremento 0,9 puntos



¹ Está asociado más directamente con la política monetaria y recoge presiones inflacionarias de demanda, de devaluación y de cambios en las expectativas de inflación.



porcentuales menor que el observado en el segundo semestre del año 2002.²

Con respecto a los precios de los bienes no agrícolas y los no regulados, principales componentes del IPC y del ISI, su crecimiento en el segundo semestre (4,3%) fue inferior al del mismo periodo del 2002 (5,5%). Cabe señalar, que en el 2002 y principios del 2003 estos precios resultaron afectados por la mayor devaluación iniciada en el último trimestre del 2001³.

El Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI)⁴ también creció en el segundo semestre menos que en el mismo periodo del 2002, aún cuando este indicador alcanzó al término del 2003 una variación acumulada muy superior a la del año anterior. Durante el 2003 el crecimiento del IPPI fue superior al de los precios al consumidor sin incluir los bienes agrícolas y los regulados. Ello, aunado a que los precios de las importaciones sin combustibles aumentaron un 14,2%, permite concluir que es factible una reducción en los márgenes comerciales por medio de una mayor competencia en los mercados nacionales y un moderado crecimiento de la demanda interna.

² La evolución del ISI resultó bastante similar a la del IPC que no considera los rubros regulados y agrícolas, ello es así, porque éstos productos son algunos de los que se excluyen del cálculo de la inflación subyacente, pues sus precios se determinan en mercados poco competitivos sobre los que la influencia de la política monetaria es muy limitada.

³ Según lo sustentan investigaciones realizadas recientemente por la División Económica del BCCR acerca del traspaso de la variación del tipo de cambio a precios internos. Estos estudios, muestran que dicho traspaso es cercano al 55% y se da con un rezago de aproximadamente un año.

⁴ El IPPI se refiere a los precios recibidos por los productores locales por los productos manufacturados y vendidos en el país.

1.2 Efecto de los Bienes Regulados sobre la Inflación

Típicamente, el comportamiento de los precios de bienes y servicios está determinado por la escasez relativa que generan la demanda y la oferta en cada uno de los mercados. A nivel agregado, aspectos macroeconómicos como la tasa de interés y la cantidad de dinero en circulación pueden influir en el nivel general de precios. Sin embargo, los precios de algunas mercancías y servicios están regulados por ley, por lo que su comportamiento responde a otros elementos más allá de las fuerzas de mercado o las condiciones macroeconómicas.

Precios Regulados en el IPC (a Dic. 2003)

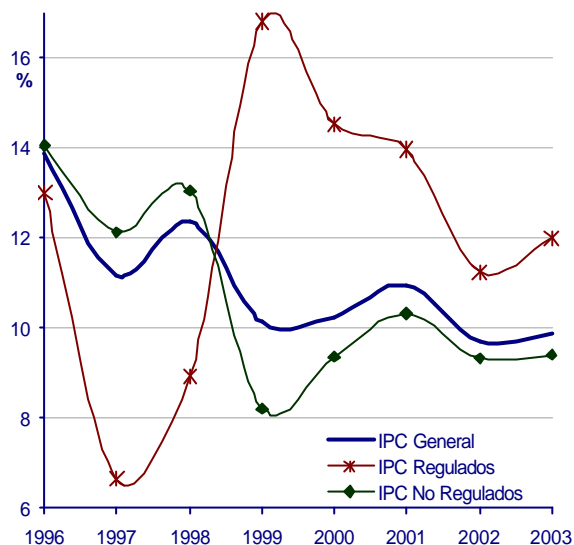
Bienes y Servicios Regulados	% del IPC
Arroz	1,7
Energía Eléctrica	3,9
Agua	2,6
Teléfono	1,0
Gas	0,3
Diesel	0,1
Gasolina	2,1
Autobús interurbano	0,5
Autobús urbano	5,7
Taxi	0,7
Total Regulados	18,7

Al utilizar el crecimiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) como medida de inflación, el efecto inflacionario directo de los bienes regulados depende de dos factores. El primero es la importancia relativa que estos bienes tengan dentro de la canasta del IPC. El segundo es el crecimiento relativo de los precios regulados con respecto al de los otros bienes de la canasta.

En la actualidad, los precios de 10 bienes y servicios que componen la canasta del IPC permanecen regulados por ley (ver cuadro adjunto).

Las regulaciones de precios vigentes se relacionan con los servicios básicos (electricidad, agua, gas y teléfono), con los combustibles (diesel y gasolina) y con el transporte público (autobuses y taxi). La regulación de precios de estos bienes y servicios está a cargo de la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos (ARESEP). El arroz es el único bien agrícola cuyo precio permanece regulado por el Consejo Nacional de Producción (CNP).

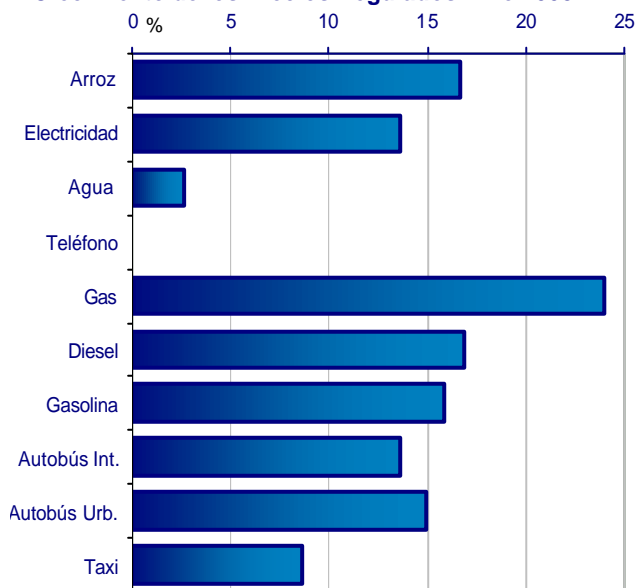
Variación Interanual del IPC



El peso relativo de estos bienes en el IPC ha venido aumentando de 16,0% en 1998 hasta 18,7% en el 2003.⁵ Este incremento se debe a que desde 1999, los precios regulados han crecido a tasas mayores que las del resto de los precios incluidos en el IPC.

Otra característica de los precios regulados, es su mayor variabilidad con respecto a los demás precios incluidos en el IPC. En el período 1996-2003, el crecimiento anual de los precios regulados presentó una desviación estándar de 3,2%; mientras tanto, los precios de los bienes y servicios no regulados fue de 2,1%. Por ejemplo, en ese período el precio de la gasolina varió a tasas que van desde -14% hasta 65% y las tarifas de agua crecieron entre 1% y 43%.

Crecimiento de los Precios Regulados. Año 2003



En el año 2003, los precios no regulados crecieron 9,4% mientras que los regulados lo hicieron en 12,0%. El comportamiento de este último grupo explicó un 22% de la inflación total. En ese año, casi todos los bienes y servicios regulados incrementaron su precio en más de 13%, únicamente los servicios de agua y taxi crecieron a tasas inferiores y el de teléfono no presentó aumento.

Como ejemplo del efecto directo de los bienes regulados sobre la inflación, si los precios del arroz, electricidad, gas, combustibles y autobuses hubiesen crecido 10% en el 2003, la inflación de este año hubiese alcanzado el 9,2%, es decir, hubiese sido 0,7 puntos porcentuales menos que la observada.

Además del efecto directo e inmediato sobre el IPC, los precios de los bienes regulados también afectan la inflación de manera indirecta, debido a que la mayoría de ellos son utilizados como insumos para la

⁵ Entre 1998 y 1999, el precio de cuatro productos (2 tipos de leche, café y manteca) dejaron de ser regulados por ley. Estos bienes fueron excluidos del análisis en todo el período para mantener la comparabilidad entre años.

producción de otros bienes y servicios. Este efecto indirecto se distribuye en el tiempo y su magnitud y duración son más difíciles de cuantificar.

Al respecto, Hoffmaister y otros,⁶ analizaron los ajustes en las proyecciones de inflación originados por innovaciones en los precios de los servicios públicos regulados (no incluye el precio del arroz ni de los combustibles). Encontraron que una innovación en el precio de la electricidad cercana al 4%, se traduce en una revisión de las proyecciones de inflación de aproximadamente 0,15 puntos porcentuales.

A pesar de este resultado, concluyen que los ajustes en los precios regulados generalmente están asociados al comportamiento de la inflación en el pasado, por lo que agregan poca información útil en las proyecciones de inflación.

El impacto y volatilidad de los precios de los bienes regulados sugiere la conveniencia de establecer mecanismos de ajuste que dependan menos de los precios pasados y más de la meta de inflación programada por el BCCR.

⁶ Hoffmaister, A., Saborío, G. y Vindas, K. 2000. Proyecciones de Inflación: Innovaciones en los Precios Agrícolas y Regulados, y Ajustes. Nota de Investigación 7-00. División Económica, Banco Central de Costa Rica.

¿Es posible reducir la inflación en Costa Rica? 2

A partir de las reformas a la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica en el año 1995, se le atribuyó a esta institución una mayor responsabilidad en velar por la estabilidad interna y externa de la moneda nacional. Desde entonces y en función de dicho mandato, el Instituto Emisor ha tenido como norte en el diseño de su política económica la consecución de menores tasas de inflación así como propiciar un entorno macroeconómico lo suficientemente estable para que a su vez se reduzca la variabilidad en el comportamiento de los precios internos.

La estabilidad de precios contribuye a facilitar los planes de ahorro e inversión en el largo plazo, con el consecuente efecto positivo sobre el sector productivo y el desarrollo del país. Dentro de los principales efectos macroeconómicos derivados de una reducción de la tasa de inflación se pueden citar:

i) Dado que se reduce la incertidumbre en la evolución de los precios, se estimula el crecimiento de la producción.

ii) Fomenta el desarrollo del mercado de capitales al disminuir los riesgos de mantener activos financieros a largo plazo y con ello se incrementa la disponibilidad de recursos financieros para la realización de proyectos de largo plazo.

iii) Preserva el valor del dinero con un impacto particularmente positivo sobre los agentes económicos con ingresos fijos.

iv) Reduce las distorsiones en la distribución del ingreso y del sistema tributario.

En este capítulo se aborda la discusión de si es posible para el Banco Central de Costa Rica disminuir aún más la tasa de inflación en relación con los niveles prevaecientes al finalizar el 2003. Esta discusión se ilustra con los resultados obtenidos a partir de un enfoque monetario desarrollado por Madrigal y Muñoz (2004)⁷ (Ver Recuadro), el cual establece que la inflación responde tanto a cambios en los desequilibrios monetarios como en las expectativas de inflación.

Como se verá más adelante, el Banco Central dispone de una serie de instrumentos cambiarios y monetarios con los cuales podría implementar distintas estrategias para reducir la inflación. Sin embargo, si se parte de la situación actual de las finanzas del Sector Público Global, todas estas estrategias implican una serie de costos en términos de estabilización macroeconómica que no solo reduce su factibilidad de implementación, sino que también en función de dicha restricción fiscal, no serían estrategias sostenibles en el mediano plazo.

La principal conclusión de este ejercicio es que el éxito para propiciar una estrategia sostenible de reducción de la inflación en el mediano plazo, requiere de medidas complementarias a las que podría implementar el Banco Central, las cuales escapan de su ámbito de acción. En particular, dichas acciones se centran en propiciar un mayor esfuerzo de capitalización de esta institución por parte del Gobierno Central para tratar de reducir el déficit del Banco Central y con ello las presiones inflacionarias de mediano y largo plazo.

⁷ Madrigal y Muñoz (2004). “Estrategias de mediano plazo para reducir la inflación en Costa Rica”. DIE-25-2004-IT, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica.

En forma complementaria, como parte de los resultados del ejercicio que en este capítulo se presenta, se supone que la capitalización del Banco Central ocurre, pero no se especifica el origen de los recursos por lo que también se requiere de un verdadero esfuerzo en el sentido de generarlos, tratando de resolver integralmente el problema crónico de las finanzas públicas. Este elemento vendría a constituir otra de las acciones que se encuentran fuera del ámbito del Banco Central para propiciar una reducción de la tasa de inflación.

A manera de corolario, desde el punto de vista del Banco Central, la respuesta a la interrogante que titula este capítulo es afirmativa, pero contiene dos vertientes diferentes que condicionan su implementación. La primera de ellas es un escenario en el cual el Banco Central utiliza en forma intensiva los instrumentos de política económica que dispone en la actualidad, lo cual puede acarrear una serie de costos en términos de estabilización económica. La segunda vertiente, plantea un conjunto de estrategias en las cuales no es suficiente la utilización de los instrumentos cambiarios y monetarios y más bien se requiere de acciones complementarias que se encuentran fuera del alcance del Banco Central.

2.1 Posibles estrategias de mediano y largo plazo para reducir la inflación

Una eventual ventaja del régimen cambiario vigente es que el tipo de cambio se convierte de hecho en un instrumento de política que el banco puede utilizar para influir sobre las expectativas de inflación.

En efecto, al tener conocimiento de que la pauta de variación del tipo de cambio influye sobre las expectativas de inflación,

Recuadro: Modelo Monetario de la Inflación

En el documento de investigación “Un enfoque monetario de los efectos sobre precios y tasas de interés del tipo de cambio fijo”⁸, se muestra que a partir de la versión moderada de la teoría cuantitativa del dinero, con fundamentos microeconómicos, la tasa de inflación, en el largo plazo, puede expresarse como una combinación lineal de los desequilibrios monetarios presente y pasados.

Esta explicación no deja espacio para la influencia de otras variables sobre la tasa de inflación; sobre todo si se toma en cuenta el caso de una economía pequeña y abierta como la costarricense, es de esperar que los precios domésticos estén altamente influidos por la inflación internacional y la regla de ajuste cambiario que se aplica en la economía.

Diversos estudios de la División Económica han documentado, para el caso costarricense, la existencia de inflación inercial así como de la influencia del ajuste cambiario sobre la tasa de inflación⁹. Por tanto con el propósito de incluir la interacción de estas variables con la inflación doméstica se procedió a replantear el modelo monetario de la inflación.

La primera ecuación, al igual que en León et al (2002), plantea que la inflación en el período t es una función del desequilibrio monetario de ese período más un elemento adicional que son las expectativas que contemporáneamente los agentes económicos tengan de dicha variable. Es precisamente en el proceso de formulación de las expectativas en el que se incorpora la presencia de inercia inflacionaria y el efecto traspaso del tipo de cambio.

$$p_t = \alpha x_t^m + E_t(p_t) + m_{p_t} \quad (1)$$

Donde:

p_t es la tasa de inflación anual.

x_t^m es el desequilibrio monetario.

$E_t(p_t)$ es la inflación esperada en el momento t , con base en la información disponible al inicio del período t

m_{p_t} es un término de error estocástico, el cual se supone que sigue una distribución de probabilidad normal con media cero y varianza constante.

⁸ Véase, León, Madrigal y Muñoz (2002). “Un enfoque monetario de los efectos sobre precios y tasas de interés del tipo de cambio fijo”. DIE-09-2002-DI.

⁹ Véase, León, Morera y Ramos (2001) “El pass through del tipo de cambio: un análisis para la economía costarricense de 1991 al 2001”. DIE-DM-11-2001-DI; Durán, Laverde y León (2002). “Pass through del tipo de cambio en los precios de los bienes transables y no transables en Costa Rica”. DIE-05-2002-DI; Romero (2001) “Pass Through en Costa Rica: Determinación del Coeficiente para Bienes Transables y no Transables, 1991-2001.” Tesis de Grado y Torres (2003) “Dinámica Inflacionaria y la Curva de Phillips Neokeynesiana en Costa Rica” DIE-09-2003-DI.

El desequilibrio monetario (x_t^m) se mide como la diferencia entre la tasa de crecimiento nominal del acervo monetario y la tasa de crecimiento de la demanda real por dinero.

$$x_t^m = \dot{m}_t^s - \dot{m}_t^d \quad (2)$$

Donde:

\dot{m}_t^s es la tasa de crecimiento del acervo monetario en términos nominales.

\dot{m}_t^d es la tasa de crecimiento de la demanda real por dinero.

El crecimiento del acervo monetario, que en este caso es M_1 , se determina por el cambio en el multiplicador del M_1 y el crecimiento de la base monetaria.

$$\dot{m}_t^s = \dot{k}_t + \dot{h}_t \quad (3)$$

Donde:

\dot{k}_t es el cambio porcentual en el multiplicador bancario.

\dot{h}_t es el cambio porcentual en la base monetaria.

La demanda real por dinero es una función que depende del crecimiento real y de la tasa de interés nominal esperada.

$$m_t^d = g_0 + g_1 y_t + g_2 E_t(R_t) + m_{m_t^d} \quad (4)$$

Donde:

y_t es el ingreso real, aproximado por el PIB.

$E_t(R_t)$ es la tasa de interés nominal esperada.

$m_{m_t^d}$ es un término de error estocástico, con media cero y varianza constante.

La tasa de interés nominal esperada se comporta de acuerdo con la teoría de Fisher de donde se deduce que esta se puede expresar como la suma de la tasa de interés real más la tasa esperada de inflación.

$$E_t(R_t) = r_t + E_t(p_t) \quad (5)$$

Donde:

r_t es la tasa de interés real, la cual para propósitos del presente modelo se supone constante.

En materia de expectativas de inflación lo que se supone es que al inicio de cada período, los agentes económicos formulan sus expectativas inflacionarias como un promedio ponderado de la tasa de inflación del período anterior (inercia inflacionaria) y la tasa de variación del tipo de cambio nominal del período precedente, lo que incorpora el efecto traspaso del tipo de cambio a los precios.

$$E_t(p_t) = wp_{t-1} + (1-w)\dot{e}_{t-1} + m_{p_t} \quad (6)$$

Donde¹⁰:

$$w \leq 1$$

\dot{e}_{t-1} es la tasa de variación del tipo de cambio nominal.

$m_{E(p_t)}$ es un término de error estocástico en la formulación de expectativas inflacionarias.

El tipo de cambio nominal es una función del diferencial de inflación doméstica e internacional.

$$\dot{e}_t = b(p_t - p_t^*) + m_{e_t} \quad (7)$$

Donde:

p_t^* es la tasa de inflación internacional

m_{e_t} es un término que incorpora desvíos temporales del tipo de cambio nominal como función de la diferencia entre la inflación doméstica y la internacional. Este término sigue una distribución normal con media cero y varianza constante.

Las ecuaciones anteriores constituyen un sistema, en el que dado un supuesto sobre la evolución del multiplicador del M_1 (k_t) y sobre la base monetaria (h_t), es posible obtener de forma simultánea y endógena los valores de la tasa inflación (p_t), la tasa de interés nominal (R_t) y la tasa de variación del tipo de cambio nominal (\dot{e}_t).

La solución reducida de este modelo es:

$$p_t = c_1 \dot{m}_t^s + c_2 \dot{y}_t + c_3 (p_{t-1} - w_2 p_{t-1}^*) + c_4 p_{t-1}^a + m_{p_t}^{MR} \quad (8)$$

A partir de esta solución reducida es posible obtener los parámetros estructurales del modelo, obteniéndose lo siguiente:

$$b = 1 \quad (9)$$

$$a = c_1 \quad (10)$$

$$g_1 = -\frac{c_2}{c_1} \quad (11)$$

$$g_2 = \frac{1-c_3}{c_1} \quad (12)$$

Con información para el período 1982-2002 se procedió a estimar económicamente los valores de los parámetros del modelo reducido (c_1, c_2, c_3, c_4) y a partir de ellos los valores de los parámetros estructurales (a, b, g_1, g_2)

Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

<i>Variable dependiente: Tasa promedio anual de inflación</i>				
Mínimos Cuadrados				
Muestra: 1982 2002				
Número de Observaciones: 21				
Errores Est y Covarianza Corregidos por Heterocedasticidad				
Variable	Coefficiente	Error Est.	t-estadístico	Prob.
c_1	0.707009	0.215014	3.288195	0.0043
c_2	-0.495411	0.514055	-0.963730	0.3487
c_3	0.682790	0.373736	1.826930	0.0853
c_4	-0.415008	0.187365	-2.214966	0.0407
R^2	0.597738			
R^2 ajustada	0.526751			
Durbin-Watson stat	2.053756			

Estas estimaciones permiten calcular los siguientes valores para los parámetros de interés:

$$b = 1.00$$

$$a = 0.71$$

$$g_1 = 0.70$$

$$g_2 = -0.45$$

El parámetro β de la ecuación de ajuste cambiario es igual a 1.0018. Se realizó la prueba de hipótesis correspondiente, concluyéndose que no se rechaza la hipótesis nula de que b es uno, con una confianza del 98%.

Esto indica que a pesar de los desvíos que en el corto plazo pueda observarse en la paridad del poder de compra, la tendencia de largo plazo durante las últimas dos décadas es que el tipo de cambio nominal se ajuste de acuerdo con los

¹⁰ El valor de w_2 puede interpretarse como una aproximación "simple" del efecto del largo plazo de los ajustes cambiarios sobre la tasa de inflación. Para efectos de ajuste de regresión se tomó un valor de 0.65 para w_2 . En León (2003) se estima que el efecto traspaso en el largo plazo tiende a 0.6.

diferenciales de inflación doméstica e internacional, donde como indicador de la inflación internacional se toma el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos.

Con la estimación empírica de este modelo es posible simular distintas estrategias para la reducción de la inflación y comparar las virtudes y deficiencias de algunas de las opciones de política con que cuenta el Banco Central de Costa Rica para lograr tal objetivo.

el banco puede inducir a una reducción de la inflación mediante una combinación de política cambiaria y monetaria en la que, en primera instancia, se reduce la tasa de variación del tipo de cambio nominal para provocar una baja en las expectativas inflacionarias y luego mediante acciones de política monetaria refuerza la expectativa con reducciones de los agregados monetarios, de forma tal que el desequilibrio monetario se ubique en un nivel consistente con las expectativas de inflación. Dado que la política cambiaria es un componente activo en esta propuesta, se le denominará “estrategia cambiaria”.

Alternativamente, el banco puede actuar sobre los agregados monetarios con tal de ubicar el desequilibrio monetario en una magnitud tal que sea compatible con su meta de inflación y dejando que el resto de las variables, básicamente, tipo de cambio y tasa de interés se determinen endógenamente en el nivel que sea consistente con la meta de inflación deseada. A esta forma de reducir la inflación se le denominará, en el presente documento la “estrategia monetaria”.

Seguidamente se presenta con mayor detalle las implicaciones de una u otra estrategia.

Estrategia cambiaria para reducir la inflación

Como se indicó anteriormente, bajo esta estrategia el propósito del banco central es reducir la expectativa inflacionaria para de esta forma incidir en la tasa que efectivamente alcance la inflación.

En el modelo de Madrigal y Muñoz¹¹, la expectativa inflacionaria del período actual depende de la inflación del período anterior

¹¹ Madrigal y Muñoz (2004) op cit.

y de la tasa de variación del tipo de cambio, también del período anterior.

Ahora bien, para determinar cuál es la tasa de variación del tipo de cambio del período presente, consistente con la meta de inflación del próximo período, es posible establecer una regla de ajuste cambiario que incorpora la inflación meta del siguiente período. Es decir, si el banco tiene, por ejemplo una meta de inflación de 8.5%, en el 2005, debe iniciar un ajuste cambiario consistente con dicha meta desde el 2004 de forma tal que el tipo de cambio nominal aumente en el 2004 un 8.2% y así sucesivamente ha de ajustar su pauta cambiaria de acuerdo con la meta de inflación del siguiente período. El cuadro adjunto presenta los resultados de esta estrategia con base en el modelo antes expuesto.

Estrategia Cambiaria de Reducción de la Inflación

Año	Meta de inflación	Capitalización BCCR (millones de \$)	Tasa de variación del tipo de cambio nominal en t, consistente con meta de inflación en t+1	Razón Déficit BCCR/PIB	Razón Deuda con costo BCCR/PIB	Tasa de variación del tipo de cambio real según Paridad Poder de Compra
2003 (*)	10,0%	0,0	10,5%	-1,5%	16,1%	2,5%
2004	9,0%	250	8,2%	-1,4%	13,8%	1,2%
2005	8,5%	0	6,2%	-1,1%	13,1%	-0,3%
2006	7,0%	0	3,9%	-1,1%	13,7%	-1,1%
2007	5,0%	0	1,9%	-1,0%	13,9%	-1,1%
2008	3,0%	0	1,5%	-1,0%	14,3%	0,5%
2009	2,0%	0	2,0%	-1,1%	15,0%	2,0%
2010	2,0%	0	2,0%	-1,2%	15,7%	2,0%
2011	2,0%	0	2,0%	-1,2%	16,4%	2,0%
2012	2,0%	0	2,0%	-1,3%	17,2%	2,0%
2013	2,0%	0	2,0%	-1,4%	18,1%	2,0%

(*)Las cifras del 2003 corresponden a los valores efectivamente observados y no provienen de la simulación.

Como se puede observar, la reducción de la inflación doméstica a tasas similares a las internacionales, en el mundo industrializado, puede hacerse de forma gradual en un período de 6 años (del 2004 al 2009).

Ante todo es preciso entender que el uso del tipo de cambio como instrumento para inducir a una reducción gradual de la inflación, no consiste en reprimir los ajustes cambiarios, sino en alinear la pauta de aumento del tipo de cambio nominal, por adelantado, con la inflación meta del próximo período. Obviamente, desde el punto de vista monetario ha de conducirse una política tal que la magnitud de los desequilibrios monetarios en cada período, sea consistente con la meta de inflación y con el objetivo de Reservas Internacionales Netas que establezca cada año el banco.

No obstante, esta estrategia tiene algunas deficiencias, entre las que se pueden señalar las siguientes:

- Dada la situación de partida, en la que los pasivos con costo supera los activos con rendimiento, el banco seguirá generando déficit, lo cual es una fuente potencial de expansión monetaria. Si dicha expansión no es controlada, puede imposibilitar el logro de la meta inflacionaria y hacer que colapse todo el esquema de “desinflación” por una pérdida de credibilidad.
- Obsérvese, como a pesar de una mejora inicial en el resultado financiero del BCCR en los años 2004 y 2005 como consecuencia de la capitalización parcial que hará el Gobierno Central por \$250,0 millones, tanto el déficit de la institución como los pasivos con costo, ambos como proporción del PIB tienden a crecer en el largo plazo. Ello indica que la política monetaria no puede descansar, de forma sostenible, en una colocación creciente de pasivos.
- Además, el utilizar el tipo de cambio como instrumento para reducir las expectativas inflacionarias, tiene la desventaja que induce, por algún período (2005-2007), a una leve revaluación real del colón, dado que bajo este esquema, el ajuste cambiario no es de acuerdo con la diferencia de inflaciones doméstica e internacional. (Ver ecuación 13 del modelo en el Recuadro)

Por tanto, si el banco central decidiera seguir una estrategia como la aquí propuesta, debería iniciarlo luego de un período de relativa “sobre-depreciación real” del colón. Pero ello no es suficiente, pues si la apreciación real induce a un mayor déficit de cuenta corriente, el banco central tendría que estar preparado para cubrir la mayor demanda de divisas que se espera de una revaluación de la moneda local.

En síntesis, el éxito de este esquema de “desinflación” requiere de acciones complementarias, algunas de las cuales escapan del ámbito del banco central. En

particular, un mayor esfuerzo de capitalización por parte del Gobierno Central coadyuvaría a retirar del mercado financiero pasivos con costo del BCCR y por tanto reduciría el déficit de la institución y con ello las presiones inflacionarias de mediano y largo plazo.

La posible capitalización del banco central requiere que el Gobierno Central genere dichos recursos, lo cual como se ha indicado en diversos foros, es solo posible si se aprueba la reforma fiscal que actualmente se encuentra en discusión en la Asamblea Legislativa.

Es preciso entender que si bien es necesaria la capitalización del banco central, para que este pueda reducir la potencial expansión de los medios de pago que le genera atender sus pasivos con costo, ello no es suficiente para lograr una inflación baja y estable en el largo plazo, pues la credibilidad que el banco pueda generar en controlar la inflación depende de que no exista la amenaza de tener que hacerle frente al “pasivo contingente” que representa la deuda del gobierno central.

Por tanto, para eliminar dicha amenaza es necesario resolver integralmente el problema crónico de las finanzas públicas costarricenses.

Estrategia monetaria para reducir la inflación

En la sección anterior se exploró una posible vía para reducir la inflación gradualmente en Costa Rica, desde los niveles actuales (10%) a un nivel que muchos otros países tanto desarrollados como emergentes han alcanzado (alrededor del 2,0%).

Dicho enfoque tiene su énfasis en uno de los determinantes de la inflación, las expectativas. No obstante, recuérdese que el

modelo desarrollado es un modelo monetario de la inflación y por tanto los desequilibrios monetarios son el otro gran determinante de las presiones inflacionarias. Desde este punto de vista, son varias las estrategias monetarias de las que podría hacer uso el Banco Central en función de los instrumentos de que dispone. Algunas de ellas podrían ser las siguientes:

Reducción de agregados monetarios: En principio, el banco puede ubicar los agregados monetarios en un nivel compatible con una inflación menor a la establecida en el programa monetario.

La limitación que tiene para ello es que por una parte, ninguna opción de política está exenta de un costo en términos de estabilidad macroeconómica. Por ejemplo, con operaciones de mercado abierto el banco podría reducir abruptamente los agregados monetarios, pero ello implicaría un fuerte incremento en las tasas de interés y una contracción de la actividad económica.

Aumento del encaje mínimo legal: También podría aumentar los encajes al máximo permitido por la ley (15%), pero ello no sería suficiente como para cambiar drásticamente la estructura de su balance, de forma que pasivos sin costo sustituyan obligaciones que le generan gastos financieros. Aun en el caso de no tener la limitación impuesta por la ley, el encaje es un instrumento ineficiente de control monetario, pues desestimula la intermediación financiera e incentiva el crecimiento de las actividades de las denominadas “entidades financieras domiciliadas en el exterior”, lo cual introduce elementos de riesgo adicionales al sistema financiero local.

Uso de reservas monetarias: Igualmente, podría pensarse en una estrategia de reducción de la inflación en la que la

reducción de los desequilibrios monetarios y de los pasivos con costo del banco se realice mediante el uso de activos de reserva. Esta opción tiene la desventaja que reduce la capacidad del banco para enfrentar choques externos e introduce vulnerabilidad al mercado cambiario, ello sin tomar en cuenta que la disponibilidad de dichos activos de reserva es limitada y muy inferior al total de pasivos con costo.

Capitalización del Banco Central:

Finalmente, puede considerarse la posibilidad de que el Gobierno Central recapitalice al banco central por un monto similar al de su patrimonio negativo, o bien por el acumulado de su déficit cuasifiscal.

Dicha capitalización, le permitiría al banco retirar del mercado financiero su deuda con costo, ello eliminaría la amenaza de una expansión monetaria futura para repagar sus pasivos y reduciría notablemente una de las principales fuentes de expansión monetaria, permitiendo con ello alcanzar en el mediano plazo una inflación baja, estable y sostenible.

Si se suma el patrimonio negativo a diciembre del 2003 más el déficit del 2004, el banco requiere al término de dicho año, una capitalización de \$ 2.266,9 millones para quedar con un patrimonio de cero.

Dado que en el 2004 el banco recibirá del Gobierno una capitalización de \$250 millones, el remanente por capitalizar es de \$ 2.016,9 millones. Bajo el supuesto que a inicios del 2005 se recibe dicha suma, se procedió a simular el impacto que esa capitalización tendría sobre el estado de resultados de la institución. Con estos fondos el banco puede reducir significativamente sus pasivos con costo, lo que le permitiría generar superávit a partir de ese año.

Estrategia Monetaria de Reducción de la Inflación

Año	Capitalización BCCR (millones \$)	Meta de inflación	Tasa de variación del tipo de cambio nominal	Razón Déficit BCCR/PIB	Razón Deuda con costo BCCR/PIB	Tasa de variación del tipo de cambio real según Paridad Poder de Compra
2003 (*)	0	10,0%	10,5%	-1,5%	16,1%	2,5%
2004	250	9,0%	9,6%	-1,5%	13,9%	2,6%
2005	2017	7,0%	5,0%	0,1%	1,6%	0,0%
2006	0	4,0%	2,0%	0,1%	2,0%	0,0%
2007	0	2,0%	0,0%	0,2%	1,9%	0,0%
2008	0	2,0%	0,0%	0,3%	1,8%	0,0%
2009	0	2,0%	0,0%	0,3%	1,7%	0,0%
2010	0	2,0%	0,0%	0,3%	1,6%	0,0%
2011	0	2,0%	0,0%	0,3%	1,4%	0,0%
2012	0	2,0%	0,0%	0,4%	1,3%	0,0%
2013	0	2,0%	0,0%	0,4%	1,1%	0,0%

(*) Las cifras del 2003 corresponden a los valores efectivamente observados y no provienen de la simulación.

Además, una vez que se ha eliminado el problema del alto nivel de endeudamiento del banco, se reduce una de las principales fuentes de expansión monetaria, lo que ubica al banco en una posición de reducir sosteniblemente la inflación doméstica. En el cuadro adjunto se muestra una posible senda de reducción de la inflación a niveles similares a los de países que han tenido éxito en reducir la inflación.

En este caso, la reducción de la inflación a los niveles internacionales es más acelerada (2 años), en comparación con el caso en el que el banco utiliza el tipo de cambio como elemento activo de su programa de reducción de la inflación (4 años).

Este ejercicio muestra que si el banco es capitalizado adecuadamente, no solo eliminaría su déficit, sino que generaría superávit, con una tendencia creciente como proporción del PIB, al menos en el horizonte de proyección de este ejercicio (2004-13). Asimismo, dicho superávit le permitiría al banco reducir gradualmente el saldo de los pasivos con costo que no fueron cancelados con la capitalización.

Desde el punto de vista cambiario, dado que la inflación doméstica se ubicaría sostenidamente en niveles similares a los internacionales, ello eliminaría la necesidad de recurrir a las denominadas “mini-devaluaciones” para mantener la competitividad de nuestros productos de exportación. Por tanto, una vez que se consolide el proceso de reducción de la inflación (entre los años 2007 y 2008), la autoridad monetaria estaría en posición de modificar el actual esquema cambiario y darle mayor preeminencia a las fuerzas del mercado en la determinación del tipo de cambio.

Como nota final a este apartado, ha de tenerse en cuenta que este ejercicio supone

que la capitalización ocurre, pero no especifica el origen de los recursos. Por ejemplo, si lo que ocurre es un simple arreglo contable entre banco central y Gobierno Central, el efecto sobre las finanzas públicas puede ser casi nulo, por lo que se requiere de un verdadero esfuerzo en el sentido de generar dichos recursos a partir de una reforma fiscal.

Además, con el propósito de tener una visión más integrada del efecto de una capitalización como la propuesta, es preciso considerar el problema de las finanzas del banco central conjuntamente con las finanzas del resto del sector público no financiero y determinar que tan viable es que el Gobierno Central pueda efectivamente capitalizar al banco central.

Para analizar dicha viabilidad, necesariamente se debe abordar el tema del nivel actual de la deuda pública y qué tan sostenible es dicha magnitud en el mediano plazo en términos de una estrategia de capitalización del Banco Central, para coadyuvar en una estrategia sostenible de reducción de la tasa de inflación.

2.2 Sostenibilidad de la deuda del Gobierno Central y del Sector Público Global¹²

Como se explicó en la sección anterior, una baja en la tasa de inflación exige que el Banco Central utilice en menor medida la emisión de dinero como fuente de financiamiento de sus gastos. En ausencia de capitalización, esto exige un aumento en el ritmo de crecimiento de la razón de deuda/PIB del Banco Central. Si el Gobierno Central capitaliza al Banco

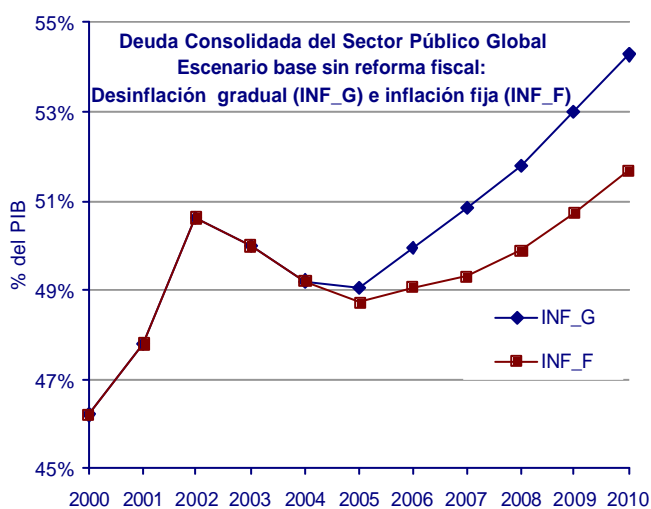
¹² Esta sección está basada en la siguiente referencia: Rojas M. y Sáenz M., (2003). "Posición Financiera Neta del Sector Público Global: Aspectos Metodológicos y Simulaciones". Documento de Investigación Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica (DIE-05-2003-DI).

Central, entonces esta mayor necesidad de financiamiento se traslada al Gobierno Central. En ambos casos, una disminución en la tasa de inflación implica un aumento en el ritmo de crecimiento de la razón deuda/PIB del Sector Público Global (SPG).

La capacidad del Sector Público para reducir la tasa de inflación en forma permanente dependerá en última instancia del control de sus necesidades de financiamiento. Si el déficit financiero del SPG es alto, y el financiamiento mediante emisión es bajo (con el fin de alcanzar una inflación baja), entonces el SPG deberá utilizar fuertemente la emisión de deuda para financiar este déficit, y esto implicaría un crecimiento acelerado en la deuda pública total. Si la deuda crece a un ritmo excesivo, el sector privado comenzará a dudar de la capacidad de pago del Gobierno o del compromiso del Banco Central de mantener una inflación baja, y el acceso del Sector Público al crédito se vería limitado.

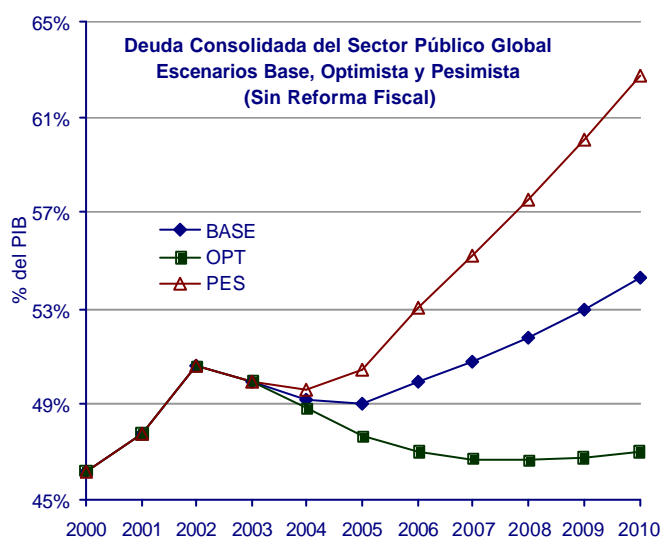
El crecimiento de la deuda pública como proporción del PIB nos da una idea de si el ritmo de endeudamiento del sector público es excesivo o no. Si la razón de deuda/PIB crece en forma persistente durante un período prolongado sin que se prevea un cambio en la tendencia del financiamiento del Sector Público o en el ritmo de crecimiento de la economía, esto típicamente se interpreta como una política fiscal no sostenible.

El primer gráfico de esta sección muestra el aumento en el ritmo de crecimiento de la deuda del sector público consolidado que se produce al reducir la tasa de inflación gradualmente hasta alcanzar un 2% a partir del año 2007. Ambos escenarios, con y sin reducción en la inflación, suponen que no se aprueba la reforma fiscal. La deuda del SPG se reduce en los primeros dos años debido a que se proyecta una reducción en el stock de



reservas monetarias internacionales durante ese período que se utilizaría para pagar deuda. Sin embargo, a partir del 2006, la razón de deuda/PIB crece en forma sostenida y lo hace más rápido cuando suponemos que se reduce la tasa de inflación. El aumento en la relación de deuda a PIB en ambos escenarios ilustra la necesidad de una reforma fiscal que permita reducir el ritmo de crecimiento de la deuda. Si se quiere reducir la inflación, esta necesidad es aún más evidente.

A pesar de que la relación deuda/PIB en 2010 no es mucho mayor que en 2003, este resultado es altamente sensible a cambios en los supuestos de crecimiento en la economía, tasas de interés internacional y ritmo de devaluación real. El segundo gráfico muestra la evolución de la deuda pública en tres escenarios, todos suponiendo que se reduce la inflación: un escenario base; un escenario pesimista, en el que el producto crece un punto menos que en el base, el premio país es un punto más alto, y se da una devaluación real de 2 puntos porcentuales durante 2005 y 2006; y un escenario optimista, en el que la economía crece más rápido, el premio país es menor que en el escenario base, y se da una revaluación real en 2005 y 2006.



La diferencia en el nivel que alcanza la razón deuda/PIB en los escenarios optimista, base y pesimista ilustra lo sensible que es su evolución a cambios moderados en los supuestos sobre crecimiento, premio país y tipo de cambio real. Mientras en el escenario pesimista, la relación deuda/PIB aumenta de 50% en 2003, a 63% en el 2010, en el escenario base la deuda/PIB ronda el 54% en 2010, y, en el optimista ronda el 47%. La sensibilidad señalada en la razón de deuda/PIB a shocks en el crecimiento real, las tasas de interés, y el tipo de cambio real, hace evidente la

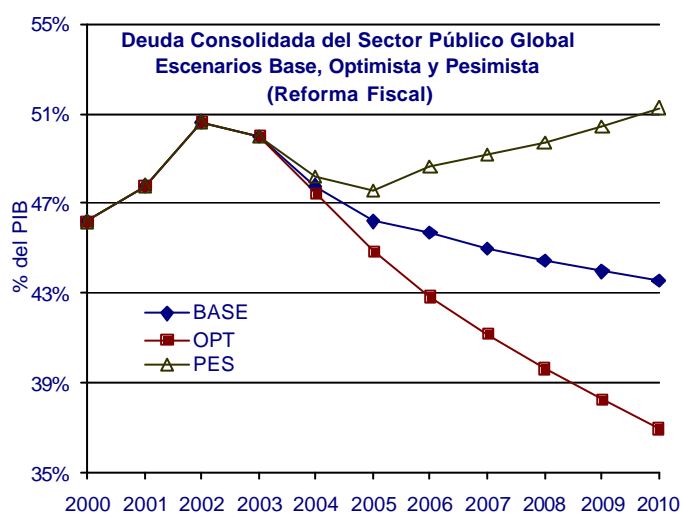
vulnerabilidad de esta economía en ausencia de una reforma fiscal.

En todos los escenarios se supone que la inflación se reduce gradualmente de 9% en 2004 a 7% en 2005¹³, a 4% en 2006, y a 2% en 2007.

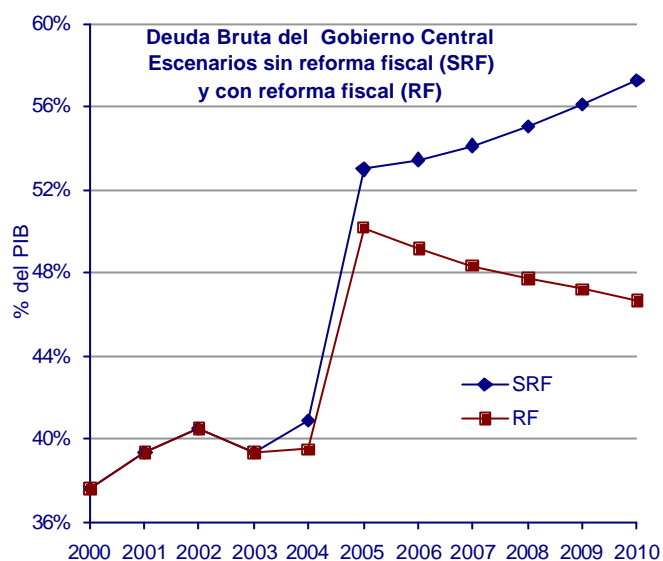
La conveniencia de una reforma fiscal que permita reducir el déficit fiscal se hace evidente cuando simulamos la evolución de la deuda/PIB, suponiendo que la reforma fiscal permite aumentar el superávit primario del Gobierno Central de 0.6% a 2.0% del PIB. El tercer gráfico muestra la evolución de la deuda para los mismos escenarios utilizados en la simulación anterior, pero esta vez suponiendo que hay reforma fiscal.

En este caso se observa que con la reforma fiscal los resultados esperados en cada uno de los escenarios son significativamente mejores en términos del nivel de endeudamiento público. En el escenario pesimista, la relación deuda/PIB aumenta de 50% en 2003, a 51% en el 2010, en el escenario base esta relación bajaría a 44% en 2010, y, en el optimista rondaría el 37%.

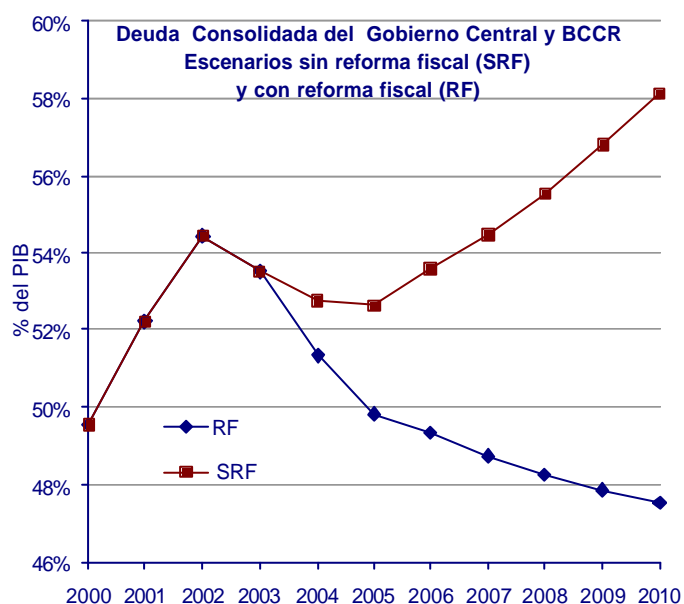
La necesidad de capitalizar al Banco Central con fondos del Gobierno Central nos lleva naturalmente a preguntarnos sobre el efecto que esto tendría sobre las finanzas del Gobierno Central y la evolución de su deuda. En particular, una capitalización equivalente a un 10,5% del PIB de una sola vez a inicios del 2005, implicaría un aumento en la deuda del Gobierno Central por el mismo monto y un aumento en sus gastos financieros.



¹³ Si bien la meta del Programa Monetario es un 8.5% para el 2005, en este ejercicio se incorporó el 7% ya que se parte del resultado de que se produce la capitalización del Banco Central como se analizó en la sección anterior, logrando de esta manera la consistencia en los supuestos comunes para ambos tipos de ejercicios.



El cuarto gráfico muestra la evolución de la deuda del Gobierno Central suponiendo una capitalización al Banco Central de \$250 millones en 2004, y de \$2017 millones en 2005, con y sin reforma fiscal. En ausencia de reforma fiscal, la capitalización del BCCR (necesaria para reducir la inflación), implicaría una senda creciente en la deuda del Gobierno Central como proporción del PIB. Con reforma fiscal, el Gobierno Central podría capitalizar al BCCR, cubrir los gastos financieros que de ello se derivan y además reducir paulatinamente su deuda como proporción del PIB.¹⁴



El gráfico siguiente muestra la forma en que evolucionaría la deuda/PIB consolidada de Banco Central y Gobierno Central suponiendo que se reduce gradualmente la tasa de inflación, y que el Gobierno Central capitaliza el Banco Central. La capitalización no afecta el nivel de la deuda pues constituye una transferencia del Gobierno Central al Banco Central que no afecta la deuda consolidada de ambos. Sin la reforma fiscal, la deuda creciente del Gobierno Central posterior a la capitalización se refleja en una deuda creciente del consolidado de Gobierno Central y Banco Central. Con la reforma fiscal, la deuda/PIB consolidada de Gobierno Central y Banco Central tenderá a decrecer conforme se reduce la deuda/PIB del Gobierno Central después del 2005.

Una reducción en la relación deuda/PIB en el mediano plazo tiene, entre otros beneficios, la posibilidad de aumentar el gasto en inversión pública en el futuro, sin

¹⁴ La deuda de Gobierno Central una vez que se da la capitalización es mayor que la del SPG porque en el SPG se incluye al Resto del Sector Público No Financiero, que se caracteriza por tener una posición financiera neta positiva, y por generar recursos excedentes que coloca en el sistema financiero y en títulos del Gobierno Central. Buena parte de estos recursos excedentes corresponden a los regímenes de pensiones de la CCSS. Debido al cambio en la estructura poblacional por el que está atravesando el país estos recursos de la CCSS deberán ser utilizados en el futuro para financiar pensiones, a menos que se dé una reforma importante en el régimen de pensiones. Los pasivos latentes asociados a pensiones, en ausencia de una reforma a estos regímenes, no han sido incluidos en los cálculos de evolución de la deuda del SPG presentados anteriormente.

que esto necesariamente lleve a un deterioro en la relación deuda/PIB. Esto permitiría aumentar la capacidad productiva del país por sus efectos en la formación de capital físico y humano.

Además, los beneficios de tomar medidas en el corto plazo para reducir significativamente la relación deuda/PIB del Sector Público y para reducir la tasa de inflación, pueden exceder con creces los ilustrados en los gráficos anteriores. En particular, en un escenario pesimista sin reforma fiscal, es probable que el premio país aumente progresivamente y que la producción se desacelere, con lo que la deuda aumentaría aún más rápidamente. Si las expectativas de los inversionistas internacionales se deterioran fuertemente, el país podría perder acceso al crédito internacional, y esto produciría una crisis de grandes proporciones. Por lo tanto, el beneficio de una reforma fiscal en el corto plazo, radica en buena parte en una reducción drástica del riesgo de una crisis fiscal y financiera en el mediano plazo.

Como es usual, este capítulo contiene comentarios relacionados con el seguimiento de la meta de inflación del programa monetario, así como las proyecciones de la tasa de inflación para los próximos dos años y un balance de los principales factores que podrían condicionar la ejecución de la política monetaria.

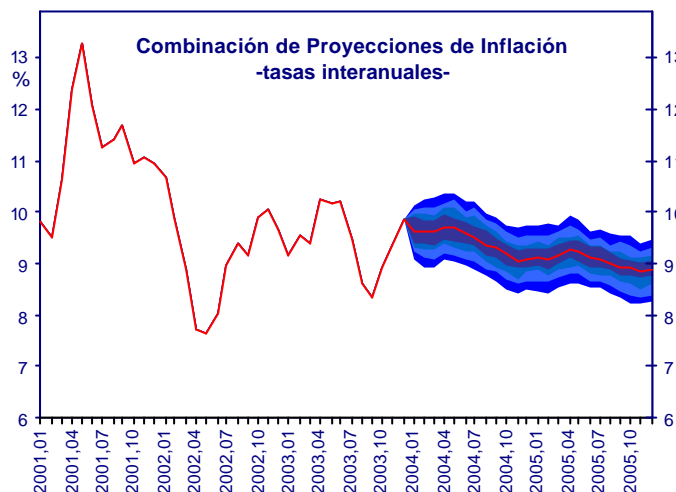
3.1 Cumplimiento de la meta de inflación para el 2003

En el informe de inflación de enero del 2003, el Banco Central publicó que esperaba una tasa de inflación del 10% al finalizar ese año, lo cual era consistente con la meta incluida en su programa monetario (10%). La revisión de dicho programa en junio del 2003 implicó mantener la meta en 10%, entre otros factores porque las proyecciones ubicaban la tasa de inflación al finalizar diciembre del 2003 en 10,4%, tal como se mencionó en el informe de inflación de junio del 2003.

Como es de conocimiento general, la tasa de inflación observada al término del año pasado se alcanzó un 9,9%, con lo cual se cumplió la meta establecida en dicho programa. Este resultado estuvo acorde con las proyecciones de inflación publicadas en los informes de inflación de enero y junio del 2003, y tan solo implicaron un ligero desvío por encima de la tendencia central de 0,1% y 0,5%, respectivamente. Lo anterior señala no solo el éxito de las políticas aplicadas por la Autoridad Monetaria para cumplir su objetivo último de política, sino la consistencia de estas proyecciones y las

bondades del método de combinación como herramienta para proyectar¹⁵.

3.2 Proyecciones combinadas para el 2004 y 2005



En esta ocasión, la combinación de proyecciones de inflación incorpora un modelo adicional y es el que explica el *pass through* para Costa Rica¹⁶. Con información observada a diciembre del 2003, la tasa de inflación interanual se proyecta en 9,1% y 8,9% al finalizar los años 2004 y 2005, respectivamente.

Dada la consistencia mostrada en las proyecciones respecto de la tasa de inflación observada¹⁷, se decidió seguir mostrando el gráfico de abanico con límites de confianza acertados hasta un 50%. El gráfico y cuadro adjuntos muestran las proyecciones dados estos cambios.

Es importante indicar que el Banco Central trabaja en la incorporación de otro método para proyectar la tasa interanual de inflación, el cual contiene información relacionada con la situación fiscal. El proceso de incorporación de modelos y métodos adicionales para realizar la combinación tiene un objetivo específico: la mejora de las proyecciones. Dicha mejora se dará en la medida que los nuevos modelos o métodos contengan información adicional sobre el fenómeno inflacionario. De esta manera, el Banco Central pone nuevamente de manifiesto sus esfuerzos por seguir perfeccionando el diseño e implementación

Proyecciones combinadas para diciembre 2004 y 2005 y sus actualizaciones
-en porcentajes-

Información al mes	Límite inferior 50	Media	Límite superior 50
Inflación diciembre 2004			
Diciembre 2003	8,7	9,1	9,5
Inflación diciembre 2005			
Diciembre 2003	8,5	8,9	9,3

Nota. Las proyecciones combinadas se obtienen de promediar las proyecciones de los modelos ARMA, VAR, Petróleo, Ingenuo y Pass Through. Este último se incluyó a partir de octubre de 2003. La inflación en 24 meses es la inflación que corresponde a la proyección combinada 24 meses después del mes indicado por la fila respectiva.

¹⁵ Sin embargo, si bien hasta el momento los modelos actuales se han desempeñado satisfactoriamente, el Banco Central se encuentra trabajando en la depuración y mejora de este instrumental ya que se considera que todavía falta mucho camino por recorrer en lo que respecta al desarrollo de modelos de pronóstico de la inflación.

¹⁶ Para más detalle, ver el Recuadro 2 del Informe de Inflación de julio, 2002.

¹⁷ Tanto las presentadas en informes de inflación anteriores como los resultados más recientes mencionados en el presente informe.

de la política monetaria, en aras de alcanzar sus objetivos finales.

3.3 Meta de precios del programa monetario 2004-2005

La Autoridad Monetaria, en línea con su política de lograr la reducción de la inflación, estableció como meta de precios para el programa monetario del 2004 y 2005 un 9% y 8,5%, respectivamente. Vale la pena indicar que para el Banco Central no solo es importante lograr inflaciones de un dígito, sino ejecutar su política de manera que ese resultado pueda sostenerse en el mediano y largo plazo.

3.4 Principales resultados de la Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas.

La Encuesta trimestral sobre perspectivas económicas correspondiente al cuarto trimestre del año pasado, arrojó un resultado interesante en lo que respecta a las expectativas acerca de los que se esperaba fuera la tasa de inflación para el cierre del 2003. Los encuestados esperaban que la tasa de inflación al concluir el 2003 fuera un 9.6% como valor medio (9.3% como límite inferior y 9.9% como límite superior). Lo interesante de este resultado es que, por primera vez en lo que lleva de aplicarse este instrumento, la percepción sobre el comportamiento futuro de la inflación fue menor a la meta establecida por el Banco Central en la revisión del Programa Monetario de mediados del año pasado. Tal y como se comentó en el Informe de Inflación anterior, este resultado parece confirmar que las expectativas inflacionarias convergen hacia la meta establecida en la programación monetaria del Banco Central.

3.5 Balance de riesgos.

Panorama internacional.

Desde el punto de vista de la evolución económica internacional, uno de los elementos que puede condicionar las proyecciones de inflación es el ritmo de la recuperación de la economía estadounidense, así como de la japonesa y sus efectos consecuentes sobre las principales economías europeas. Si bien se espera para este año una recuperación de la economía norteamericana, todavía existen en el ambiente algunas dudas acerca de si dicha situación puede ser sostenible tomando en cuenta los elevados déficits fiscales y de cuenta corriente de dicha nación los cuales llegaron en el 2003 a cifras récord y que podrían desestabilizar el entorno de recuperación mundial. Por otro lado, las próximas elecciones presidenciales en dicha nación para el próximo mes de noviembre, también introduce algunos elementos de incertidumbre sobre la evolución de algunas medidas de reforma económica, principalmente las tributarias.

Otro de los elementos de la coyuntura internacional susceptible de afectar las proyecciones de la tasa de inflación para el 2004, es la evolución futura de los precios del petróleo. Las proyecciones anteriormente mencionadas toman en cuenta un precio promedio del crudo de \$29.5 por barril para el 2004 y de \$28 para el 2005, de acuerdo con los datos observados al mes de diciembre del 2003¹⁸.

Panorama nacional.

El principal elemento a nivel local que podría condicionar las proyecciones sobre la

¹⁸ Según datos de la Agencia de Información de Energía de los Estados Unidos. Efectivamente, al 24 de febrero pasado el precio promedio del petróleo WTI fue de \$34.5 confirmando de esta manera una tendencia creciente observada desde el mes de octubre del año pasado.

tasa de inflación para el 2004 es la aprobación de la reforma fiscal en la Asamblea Legislativa. La no aprobación de dicha reforma indudablemente provocará una mayor presión del desequilibrio fiscal sobre el nivel de gasto en la economía así como sobre las tasas de interés.

De la misma manera, y estrechamente vinculado con la aprobación de la reforma fiscal, otro elemento que condiciona el poder alcanzar las metas de inflación para este año es que se logre finiquitar la capitalización parcial del Banco Central por parte del Gobierno en los primeros meses del 2004, la cual se estaría efectuando al amparo de lo dispuesto en la Ley 7558. Tanto la política monetaria como cambiaria contemplada en la programación monetaria del presente año se encuentra diseñada suponiendo que se efectúa dicha capitalización. Ha sido un tema recurrente en el Informe de Inflación la necesidad de otorgar una mayor independencia a la política monetaria del Banco Central y una de las principales medidas en este campo lo constituye el darle una solución definitiva al problema de las pérdidas de esta institución.