

Informe de Inflación

Enero, 2003

El análisis en el Informe de Inflación se basó en el trabajo de la División Económica del Banco Central de Costa Rica con la dirección general de William Calvo. Este informe estuvo bajo la coordinación de Jorge Madrigal. Los principales colaboradores fueron Jorge Madrigal, Mauricio Mayorga, Ivannia Solano y Bernal Laverde, con contribuciones adicionales de Iris Hidalgo, Ana C. Kikut,, Róger Madrigal, Mariela Mora, Rosilia Rojas, Álvaro Solera, Gabriela Saborío y Manrique Sáenz.

El informe refleja las opiniones y comentarios de la División Económica, específicamente de William Calvo, Mariam Cover, Róger Madrigal y Claudio Ureña.

ADVERTENCIA

La redacción de este informe se realizó con las cifras disponibles a diciembre, 2002 y están sujetas a revisiones

Indice General

Presentación	1	7
Resumen del informe	2	9
2.1 <i>Evolución de la inflación</i>		9
2.2 <i>Proyecciones y balance de riesgos</i>		9
Evolución reciente de la economía	3	13
3.1 <i>Evolución de los diferentes índices de precios</i>		13
3.2 <i>Dinero, crédito y tasas de interés</i>		16
3.3 <i>Finanzas Públicas</i>		17
3.4 <i>Oferta y Demanda</i>		19
Finanzas Públicas y vulnerabilidad externa	4	23
4.1 <i>Déficit fiscal y desbalance externo.</i>		23
El déficit del BCCR y la efectividad de la política monetaria	5	39
5.1 <i>Origen de las pérdidas</i>		40
5.2 <i>Implicaciones de las pérdidas</i>		42
5.3 <i>Iniciativas para reducir las pérdidas</i>		47
5.4 <i>Soluciones a futuro</i>		48
Perspectivas de Inflación	6	52
6.1 <i>Principales elementos de la programación monetaria del BCCR para el 2003.</i>		52
6.2 <i>Proyección de la tasa de inflación para 2003 y 2004</i>		53

Índice de Recuadros

<i>Recuadro 1: Índice Subyacente de Inflación (ISI): nueva medida de núcleo inflacionario.....</i>	<i>14</i>
<i>Recuadro 2: Los déficit gemelos.....</i>	<i>27</i>
<i>Recuadro 3: Viabilidad de la Política Fiscal.....</i>	<i>30</i>
<i>Recuadro 4: Consecuencias de Disminuir el Déficit del Banco Central Mediante la Reducción de las Operaciones de Mercado Abierto.....</i>	<i>44</i>
<i>Recuadro 5: Modelación Económica en el Banco Central.....</i>	<i>57</i>
<i>Recuadro 6: Encuesta sobre perspectivas económicas.....</i>	<i>59</i>

|

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) presenta el Informe de Inflación del mes de enero, 2003. En este número el Informe de Inflación hace una transición hacia un estilo diferente, pues en las próximas ediciones el lector tendrá a su disposición los resultados de una serie de herramientas de análisis y pronóstico que se han venido desarrollando dentro del Banco Central, en el marco del proyecto de modernización de la política monetaria.

En particular, los usuarios del informe podrán contar con los resultados de la encuesta de opinión sobre coyuntura macroeconómica y las primeras proyecciones basadas en un modelo macroeconómico básico. Esta información será incorporada paulatinamente en los pronósticos de inflación ya usuales en este Informe, los cuales se representan por medio del gráfico de abanico.

En esta oportunidad el Informe de Inflación elabora sobre dos tópicos de particular importancia en la discusión económica en Costa Rica: el resultado financiero del BCCR y las consecuencias del déficit del sector público. Las posibilidades para que nuestro país retome la senda del crecimiento económico y la estabilidad dependen fuertemente de la voluntad para lograr una solución permanente a ambos problemas.

Por una parte, las pérdidas del BCCR, en asociación con la defensa del régimen cambiario de minidevaluaciones, imponen una fuerte restricción para ejecutar una política monetaria que garantice la estabilidad de precios en el mediano y largo plazo. Por la otra, las condiciones macroeconómicas que impone la necesidad de financiar el abultado déficit del sector público generan un ambiente que atenta contra el crecimiento de la economía al promover la permanencia de altas tasas reales de interés y presiones hacia la apreciación del tipo de cambio real.

Adicionalmente, y en el horizonte de corto plazo, el BCCR deberá hacer frente a un panorama poco prometedor en términos del posible deterioro de los términos de intercambio que implicaría la guerra en Oriente Medio por sus consecuencias sobre el precio internacional del petróleo. Los efectos de este evento y el tono de las acciones de política que ejecute el BCCR para enfrentarlo, dependerán en mucho de la duración del conflicto y la permanencia de precios altos para el crudo después de éste. En todo caso, el interés del BCCR es el de promover una transición ordenada de la economía hacia un estado compatible con las nuevas restricciones externas.

Francisco de Paula Gutiérrez G.
Presidente

2.1 Evolución de la inflación

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) mostró un crecimiento acumulado de un 9,68% durante el 2002, el cual resultó inferior a la variación acumulada durante el año anterior (10,96%).

El comportamiento del IPC se explica fundamentalmente por el aumento en los precios de los bienes, excluidos los agrícolas, ya que el resto de los rubros mostró tasas de crecimiento menores, en particular los servicios no regulados y los propios regulados.

Factores que incidieron en la inflación.

Los principales factores que contribuyeron a la aceleración del proceso inflacionario durante el segundo semestre del año 2002 fueron: el aceleramiento en la pauta de devaluación ante la necesidad de corregir las presiones hacia la apreciación del tipo de cambio real y el deterioro de los precios del petróleo en el mercado internacional.

Por su parte la delicada coyuntura internacional, que resulta de las tensiones en Medio Oriente y la crisis política de Venezuela, y el incremento en la demanda de combustibles por el fuerte invierno en el hemisferio norte presionaron significativamente la demanda de crudo, cuyos precios se incrementaron en cerca de 35% durante el año 2002.

2.2 Proyecciones y balance de riesgos

La combinación de proyecciones de inflación, con información al mes de diciembre del 2002, se realizó bajo los siguientes supuestos: (1) precio de petróleo promedio de \$29 por barril para 2003 y

Se proyecta una inflación alrededor del 10% para los próximos dos años.



\$25,6 por barril para el 2004, (2) una tasa de interés mundial de 1,19%, durante el horizonte de proyección. El precio de petróleo, y la tasa de interés mundial se refieren respectivamente al precio Brent, y el rendimiento sobre letras del tesoro de Estados Unidos a 90 días.

La inflación interanual se proyecta en 10% para diciembre del 2003 y 9,8% para diciembre del 2004. Estas proyecciones, junto con sus respectivos límites de confianza, pueden observarse en el gráfico de abanico. Asimismo, se incluye un cuadro resumen con dichas proyecciones y las obtenidas con los límites de confianza al 50% y 90%¹.

Balance de riesgos

En esta oportunidad, las principales fuentes de riesgos para alcanzar la meta de inflación propuesta en el programa monetario y para los próximos 24 meses provienen tanto del exterior como de la situación económica interna. La tensión que se mantiene alrededor del desarrollo del conflicto entre los Estados Unidos e Iraq y del efecto que esto podría traer sobre el mercado del petróleo constituye el principal factor externo de incertidumbre en cuanto a los pronósticos de inflación. En lo que se refiere a los riesgos internos, el principal elemento es la incertidumbre en torno a si se podrá observar una consolidación de las reformas fiscales necesarias para alcanzar la disciplina fiscal y reducir así las presiones de gasto que promueven la apreciación del tipo de cambio real y erosionan la posición de reservas internacionales.

Como se ha destacado en otras ediciones del Informe (véase, por ejemplo, Informe de Inflación, enero 2001) un incremento

Cuadro 1. Proyecciones combinadas para diciembre 2003 y 2004 y sus actualizaciones

Información al mes	Límite inferior (por ciento)		Media	Límite superior (por ciento)	
	90	50		50	90
	Inflación diciembre 2003				
Diciembre 2002	8,9	9,6	10,0	10,5	11,1
	Inflación diciembre 2004				
Diciembre 2002	8,5	9,3	9,8	10,2	10,8

Nota. Las proyecciones combinadas se obtienen de promediar las proyecciones de los modelos ARMA, VAR, Petróleo, e Ingenuo ponderados con el método de optimización. La inflación en 24 meses es la inflación que corresponde a la proyección combinada 24 meses después del mes indicado por la fila respectiva.

¹ Hasta el momento la combinación de proyecciones de inflación se realiza utilizando cuatro modelos: ARMA, Ingenuo, VAR lineal y VAR no lineal. No obstante, se espera poder realizar pruebas a otros modelos de proyección de reciente desarrollo, con el fin de incorporarlos dentro de dicha combinación.

significativo en el precio del petróleo tiene efectos importantes sobre el desempeño de la economía. En particular, se estima que un incremento de 10% en el precio del petróleo produce un incremento de 0,5 puntos porcentuales (con un rezago de aproximadamente 6 meses) en el nivel de inflación.

El incremento de los precios del petróleo implica un deterioro de los términos de intercambio. La forma en que las economías pequeñas y abiertas, como la costarricense, enfrentan estos choques, depende en gran parte de la persistencia de éstos. Por ejemplo, si se estima que un eventual conflicto armado en el Golfo Pérsico será de corta duración y sin efectos duraderos sobre el precio del petróleo, el país podría optar por revisar las metas establecidas en el programa monetario y aceptar un desvío razonable de éstas, para no introducir mayores distorsiones en el proceso de ajuste modificando el tono de la política monetaria. Por el contrario, si el conflicto resulta en una crisis petrolera de grandes proporciones con efectos de carácter más permanentes, el BCCR se verá en la necesidad de ajustar los instrumentos de política que tiene a su disposición para coadyuvar en una transición ordenada de la economía hacia un estado compatible con las nuevas restricciones externas.

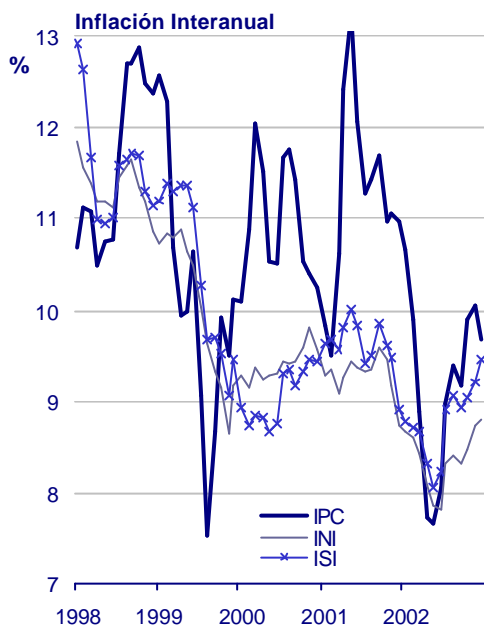
Sin embargo, el efecto de un conflicto en el Medio Oriente está lejos de ser claro, pues la mayoría de los analistas coinciden en que el precio del petróleo será muy volátil en los próximos meses, sin tener claro cuál pueda ser su tendencia.

Por el lado doméstico, la principal fuente de riesgos continúa asociada con la situación financiera del sector público global. En la medida que se requiera mantener tasas de interés reales altas para financiar la brecha en las finanzas públicas, el BCCR tendrá un margen de acción relativamente estrecho en el uso de sus instrumentos de política

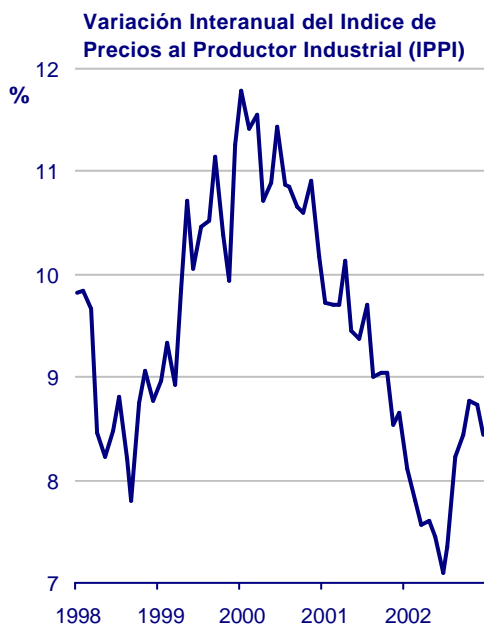
monetaria lo que dificultaría el control de la inflación y la defensa del nivel de reservas internacionales.

Lo anterior es de particular importancia en el caso de que el país tuviera que enfrentar choques negativos de términos de intercambio de carácter permanente. En estas circunstancias, el banco central enfrentaría importantes limitaciones para ajustar la economía ante el desequilibrio externo sin comprometer el objetivo de estabilidad de precios y el crecimiento de la economía.

La inflación fue menor en el 2002 en relación con el año anterior.



La inflación registrada por el Índice de Precios al Productor Industrial al final de 2002 resultó ser la más baja de los últimos nueve años.



3.1 Evolución de los diferentes índices de precios

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) mostró un crecimiento acumulado de un 9,68% durante el 2002, el cual resultó inferior a la variación acumulada durante el año anterior (10,96%).

El comportamiento del IPC se explica fundamentalmente por el aumento en los precios de los bienes, excluidos los agrícolas, ya que el resto de los rubros mostró tasas de crecimiento menores, en particular los servicios no regulados y los propios regulados. Durante el 2002 no se observaron ajustes en las tarifas residenciales (agua, electricidad, teléfono) de las magnitudes registradas en los años anteriores. Adicionalmente, durante este año se mantuvo una baja presión de demanda y la tendencia hacia la baja en la evolución de los precios internacionales.

No obstante, la variación interanual del IPC mostró una tendencia al alza a partir del segundo trimestre del año. En efecto, la variación anual a junio fue de 7,8%, y a partir de ahí la mayoría de los índices de precios muestran una aceleración en su tasa de crecimiento.

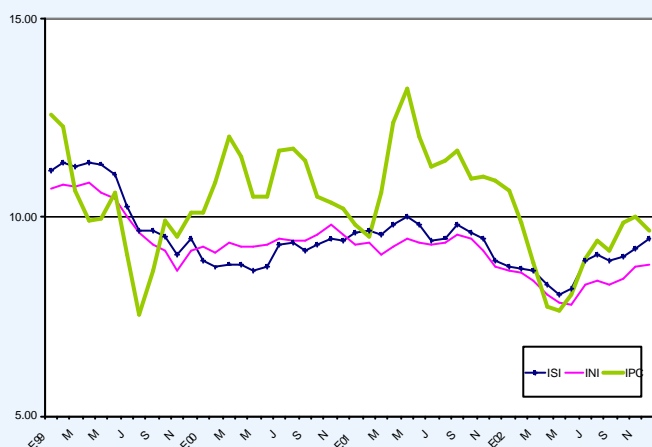
Por ejemplo, el Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI) que había mostrado una desaceleración durante la primera parte del año, rompió la tendencia decreciente que traía desde inicios del 2000 para cerrar en una variación de 8,42%. Este mismo comportamiento se observó en la evolución del Índice de Núcleo Inflacionario (INI) y el nuevo Índice Subyacente de Inflación (ISI). (Véase Recuadro No.1).

Recuadro No. 1: Índice Subyacente de Inflación (ISI): nueva medida de núcleo inflacionario

El núcleo inflacionario constituye la medida de inflación persistente en el largo plazo, asociada al fenómeno monetario y sobre la cual la política monetaria tiene la mayor influencia.

En este sentido, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) no cumple como indicador del núcleo inflacionario, puesto que estima el cambio total de precios de todos los bienes y servicios considerados en una canasta, independientemente si su comportamiento es persistente y tiende a mantenerse en el tiempo o bien es estacional o responde a sobre abastecimientos o escasez derivados de situaciones climatológicas, como son los casos de ciertos productos agropecuarios.

IPC, INI e ISI
-tasas de variación interanual-



Si se toma como punto de partida un indicador general de precios como el IPC, los principales métodos para obtener indicadores de núcleo inflacionario son por exclusión y por influencia limitada.

La metodología de influencia limitada remueve, en cada mes, diferentes bienes y servicios del IPC en función del cambio en sus precios relativos.

Por su parte, la metodología de exclusión elimina, en todos los meses, los mismos bienes y servicios del IPC, aún cuando sus precios no registren cambios importantes en cada mes. Con este método se pretende facilitar el cálculo e interpretación del indicador, ya que estaría constituido por la misma canasta y a la vez permitiría comparar los aportes de cada genérico¹ a la evolución de la inflación. Esta

¹ Se define como genéricos los bienes y servicios que componen el IPC.

metodología es la más utilizada en los bancos centrales para identificar núcleo inflacionario (de un recuento de 27 bancos centrales un 85% utiliza este método).

Producto del cálculo y evaluación de 17 indicadores de núcleo inflacionario, obtenidos de conformidad con las dos metodologías anteriormente descritas, se determinó que el Índice Subyacente de Inflación (ISI), el cual se basa en la metodología de exclusión, refleja más fielmente la tendencia subyacente de la inflación. Entre las bondades de este indicador están:

- i) Para su cálculo se aplica una metodología que además de muy oportuna es de fácil aplicación, comprensión y aceptación por el público en general.
- ii) Logra capturar el movimiento más permanente del nivel general de precios, aislando las variaciones en precios relativos no causadas por decisiones de política monetaria sino por alteraciones en la oferta o demanda. En razón de lo anterior, excluye los precios de los productos más afectados por estacionalidad y factores irregulares de naturaleza climática (bienes de origen agrícola), los fijados por la Autoridad Reguladora de Servicios Públicos (energía eléctrica, agua, teléfono, gas, combustibles y taxi, entre otros) debido a los condicionantes institucionales y los ajustados una o dos veces al año (universidades, colegios y escuelas).
- iii) Utiliza el error cuadrático medio para definir el punto de corte de los bienes y servicios a excluir.
- iv) Contrario al Índice de Núcleo Inflacionario, elimina un menor porcentaje del peso total del IPC.

El ISI excluye un 30,7% del peso del IPC (en cambio el INI excluye el 50%), lo cual equivale a eliminar los precios de 61 productos. Dentro de estos destacan los precios de las hortalizas, frutas, leguminosas, tubérculos, raíces, servicios de vivienda, servicios de transporte, combustibles y servicios de enseñanza. Estos genéricos representan un 66% del total de la ponderación excluida.

El ritmo de las minidevaluaciones se aceleró en el 2002.



En síntesis, el segundo semestre del año 2002 marcó un cambio en la tendencia de la inflación que representó un incremento cercano a los dos puntos porcentuales en la tasa de crecimiento de los diferentes índices de precios.

Factores que incidieron en la inflación.

Los principales factores que contribuyeron a la aceleración del proceso inflacionario durante el segundo semestre del año 2002 fueron el aceleramiento en la pauta de devaluación y el deterioro de los precios del petróleo en el mercado internacional.

El ajuste diario del tipo de cambio del colón con respecto del dólar de los EE.UU comenzó un proceso de incremento desde mediados del año 2001. Esta medida se justificó principalmente por la apreciación que venía sufriendo el tipo de cambio real ante las presiones de gasto domésticas, lo cual tiende a erosionar los niveles de reservas internacionales.

Esta política ha permitido una recuperación del tipo de cambio real cercana al 4% durante el año 2002. No obstante, el ajuste cambiario también presionó al alza el precio de los bienes transables en cerca de 3 puntos porcentuales a lo largo del año anterior.

Por su parte la delicada coyuntura internacional, que resulta de las tensiones en Medio Oriente y la crisis política de Venezuela, y el incremento en la demanda de combustibles por el fuerte invierno en el hemisferio norte presionaron significativamente la demanda de crudo, cuyos precios se incrementaron en cerca de 35% durante el año 2002.

Como se ha destacado en ediciones anteriores del Informe de Inflación, existe una alta correlación entre el precio internacional del petróleo y el índice de precios de transportes, el cual mostró una variación de 12.3% durante el 2002.

3.2 Dinero, crédito y tasas de interés

Agregados monetarios

Los principales agregados monetarios (medio circulante, emisión y base monetaria) se comportaron de acuerdo con lo contemplado en la programación monetaria para el 2002.

Por su parte, la riqueza financiera del sector privado muestra desde el año pasado cierta estabilidad en su tasa de variación interanual (alrededor del 19%) y continúa destacando el crecimiento interanual del cuasidinero en moneda extranjera comparado con la moneda nacional, lo cual llevó a un leve aumento en la participación relativa del primero dentro del cuasidinero total

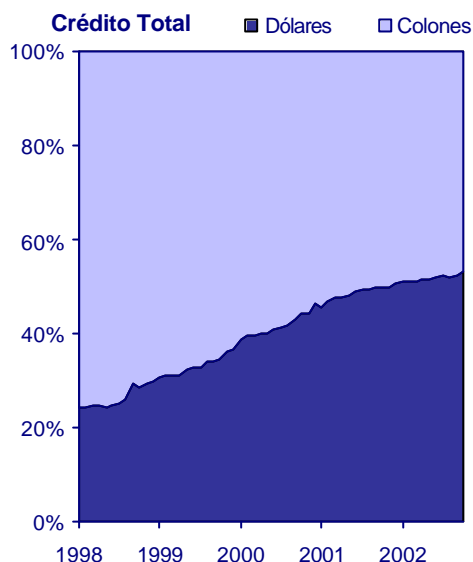
Crédito al sector privado

El crédito al sector privado mostró un crecimiento de 21.1% en términos nominales durante el año 2002. En términos reales, el crecimiento fue cercano al 10,7%, bastante superior al crecimiento de la economía.

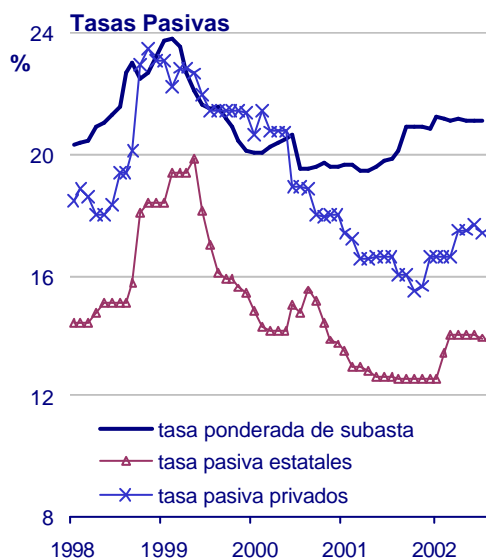
Todavía se mantiene la tendencia creciente en la dolarización de la cartera crediticia. Del total de crédito al sector privado, un 54% está contratado en moneda extranjera. No obstante la tasa de crecimiento del crédito en moneda extranjera se desaceleró durante el año 2002.

Es importante llamar la atención sobre la concentración del crédito (principalmente en moneda extranjera) hacia actividades no transables, tales como vivienda, construcción, comercio, consumo y servicios como parte de la estrategia de mercadeo de la banca comercial. Los riesgos que implica una concentración de este tipo en el crédito en moneda extranjera ante variaciones

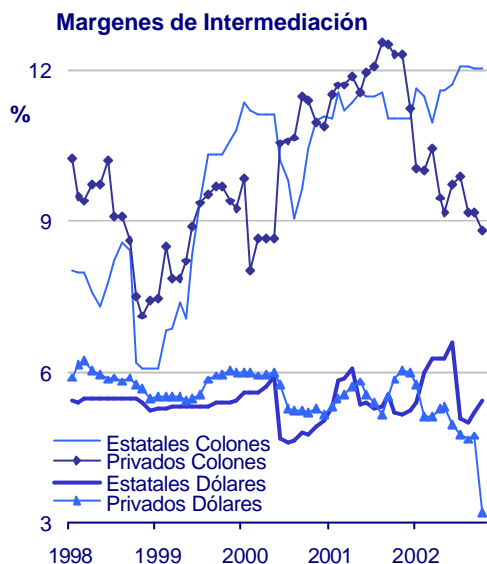
Se mantiene la tendencia hacia la dolarización de la cartera crediticia.



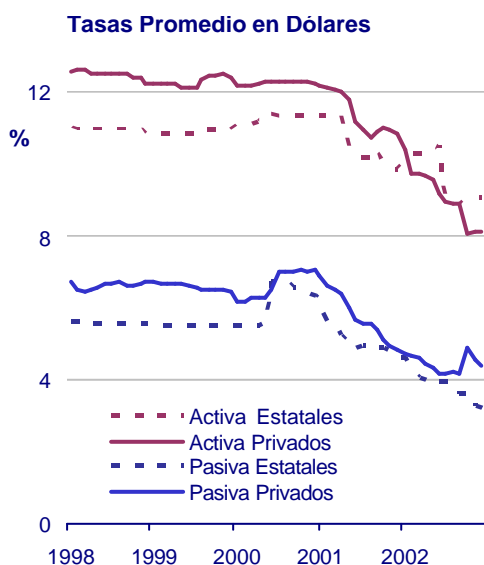
Las tasas pasivas se incrementaron en el SBN.



Los bancos privados fueron más agresivos en la reducción del margen de intermediación



Las tasas en dólares continuaron disminuyendo.



bruscas del tipo de cambio ya han sido discutidos en ediciones anteriores del Informe (Véase, por ejemplo, Informe de Inflación, enero 2002)

Tasas de interés

El comportamiento de las tasas de interés estuvo marcado por la necesidad de mantener el premio por invertir en colones luego del incremento en la pauta de devaluación que aplicó el banco central desde principios de 2002.

Aún cuando la tasa media ponderada de subasta no muestra incrementos significativos (los mayores ajustes se dieron en los plazos más cortos), la tasa básica pasiva se incrementó en dos puntos porcentuales con respecto al nivel medio observado en 2001.

Este resultado se explica por el incremento en las tasas pasivas medias en el sistema bancario nacional. En efecto, tanto los bancos estatales como los privados incrementaron sus tasas pasivas a lo largo del año, especialmente la banca privada. No obstante, los bancos privados mantuvieron la tendencia a la reducción del margen de intermediación financiera que iniciaron desde finales del año 2001. Por su parte, la banca estatal más bien incrementó sus márgenes de intermediación hasta llevarlos a 12 puntos porcentuales.

Las tasas en dólares, en términos generales, continuaron reduciéndose en 2002. Asimismo se observó una reducción cercana a los 150 pb en el margen de intermediación en ambos tipos de bancos.

3.3 Finanzas Públicas

El resultado financiero del Sector Público Global (SPG) muestra un deterioro de 2.5% del PIB durante el año 2002. De acuerdo con cifras preliminares, el déficit del Sector

Sector Público Global: Resultado Primario y Financiero (porcentaje del producto interno bruto)					
	1998	1999	2000	2001	2002 ^v
Sector público global (I+II+III)					
Resultado primario	1.3	1.1	1.2	1.3	-0.5
Gasto neto de intereses	2.3	4.2	5.0	4.2	4.9
Resultado financiero	-2.0	-3.1	-3.8	-2.9	-5.4
I - Sector público no financiero					
Gobierno central					
Resultado primario	0.7	1.4	0.6	1.1	0.2
Ingresos	12.7	12.5	12.4	13.5	13.4
Gastos	11.9	11.1	11.8	12.4	13.3
Gasto neto por intereses	3.2	3.6	3.5	4.0	4.5
Resultado financiero	-2.5	-2.2	-3.0	-2.9	-4.3
II - Resto sector público no financiero					
Resultado primario	0.7	-0.3	0.2	0.3	-0.5
Ingresos	15.9	14.6	16.3	17.8	19.4
Gastos	15.2	14.9	16.2	17.5	19.9
Gasto neto por intereses	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.9
Resultado financiero	1.6	0.7	1.0	1.2	0.3
III - Banco central					
Resultado primario	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
Ingresos	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Gastos	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
Gasto neto por intereses	1.0	1.5	1.6	1.0	1.2
Resultado financiero	-1.2	-1.6	-1.8	-1.2	-1.4
Memorado					
PIB (miles de millones de colones)	3,625	4,513	4,918	5,388	6,076

1/ Datos estimados
Nota: El resultado primario se define como la diferencia entre los ingresos y gastos excluyendo intereses. Los gastos netos por intereses se definen como gastos menos ingresos por concepto de intereses (valores + y - corresponden a gastos mayores que ingresos de intereses y viceversa). El resultado financiero se define como el resultado primario menos los gastos netos por intereses. Los datos son de la Autoridad Presupuestaria y del Banco Central de Costa Rica, los datos para el año 2001 con proyectados.

Público Global (SPG) acumulado se espera sea equivalente a 5.4% del PIB

Tal y como se había comentado en la edición anterior de este informe, la situación financiera del SPG muestra un deterioro en todos sus componentes institucionales, destacándose el estancamiento en los ingresos del Gobierno Central, el incremento en el nivel de gastos por intereses en el Gobierno Central y Banco Central, así como el aumento significativo en los gastos sin incluir intereses del Resto del Sector Público no Financiero.

Resultado primario:

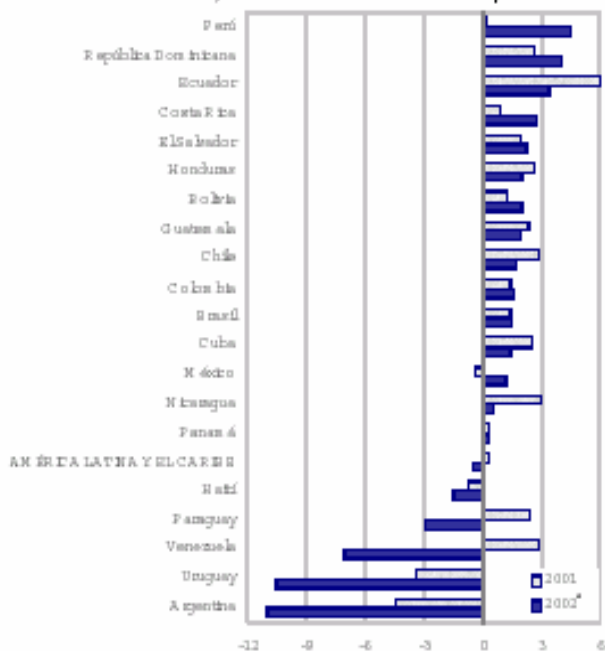
La evolución del resultado primario del SPG mostró un deterioro cercano a 2% del PIB en 2002.

El fuerte deterioro del resultado primario se concentra en el Gobierno Central, el cual se espera que apenas mantenga el nivel de ingresos respecto al PIB mientras sus gastos crecen en 0.9 puntos porcentuales respecto al mismo indicador. El comportamiento de los gastos se vio influenciado por mayores erogaciones por concepto de sueldos y salarios, así como un mayor pago de pensiones y transferencias a instituciones del sector público que impulsan proyectos de carácter social.

En el caso del resto del sector público no financiero (RSPNF), los resultados difieren de los que se esperaban cuando se elaboró la edición anterior del informe. En ese entonces se esperaba que el RSPNF generara un leve superávit durante 2002. Sin embargo, las últimas estimaciones sugieren que el RSPNF más bien generó un déficit primario durante el año, debido principalmente a los resultados poco favorables de la CCSS y el ICE como consecuencia de mayores gastos de inversión por parte de ambas instituciones, asociados con la construcción de nuevos hospitales y algunos proyectos

El crecimiento de la economía fue razonable si se le compara con el resto de América Latina.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PRODUCTO INTERNO BRUTO
(Tasas de variación anual, sobre la base de valores a precios de 1995)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.
* Estimaciones preliminares.

hidroeléctricos y de telefonía celular respectivamente.

En lo que respecta al Banco Central, su resultado primario deficitario fue prácticamente igual al observado durante los últimos años, es decir oscilaría alrededor de 0.2 puntos porcentuales del PIB.

Resultado financiero:

Debido a que el pago de intereses se mantuvo en los niveles previstos a mediados de año, el deterioro de 2,5% en el resultado financiero del SPG fue producido por el desmejoramiento en el resultado primario del Gobierno Central y del Resto del Sector Público no Financiero. Por lo tanto el déficit financiero del SPG fue cercano a 5,5% del PIB en 2002.

3.4 Oferta y Demanda

A pesar del difícil entorno internacional en el que se desarrolló la economía costarricense, el Producto Interno Bruto (PIB), a precios constantes, creció 2,8% durante el 2002. Si bien esta tasa de crecimiento es considerablemente menor a la que se proyectaba en junio de este año², muestra una mejora en comparación con los dos años anteriores e indica un desempeño favorable de la economía cuando se le compara con el crecimiento medio de América Latina.

El incremento que mostró el PIB en el 2002, se originó principalmente en el dinamismo de la producción de servicios de Transporte, almacenaje y comunicaciones (11% en términos reales), que se sustentó principalmente en el vigor de la demanda de

² La diferencia entre la tasa de crecimiento proyectada en junio, 2002 y la observada al término del año se debió exclusivamente a la previsión que se tenía sobre la evolución de la Industria Electrónica de Alta Tecnología, ya que el pronóstico del crecimiento del resto de las actividades fue corroborado con los datos preliminares disponibles.

servicios de telefonía celular y las comunicaciones a través de INTERNET. También contribuyó el repunte de la industria manufacturera (2,2%), donde un 39% de este incremento lo explica la reactivación de la producción de la IEAT. Las actividades manufactureras, excluido el aporte de la IEAT crecieron un 1,6% (-0,3% en el 2001). El crecimiento indicado se concentró en la producción del resto de las zonas francas (14,7%) que aumentaron sus exportaciones a Estados Unidos y a Centroamérica y Panamá.

El mejor perfil que mostró la producción de la industria de Suministro de electricidad y agua (5,2%) responde a la evolución favorable de la generación de electricidad, impulsada principalmente por la mayor demanda de la industria y el comercio. Por otra parte, el crecimiento del valor agregado de la Intermediación financiera y seguros de un 5,3% se asocia con el comportamiento favorable del crédito al sector privado, en especial el destinado a turismo, comercio y otros servicios, así como con la canalización de recursos financieros a la adquisición de títulos valores del Banco Central de Costa Rica y del Gobierno Central. el resto de las industrias evidenció signos de desaceleración y, en los casos específicos de la actividad agropecuaria y la construcción se observó una contracción en torno al 1%.

Desde la óptica del gasto, el crecimiento del PIB fue básicamente impulsado por un aumento de la demanda interna ya que la demanda externa neta (exportaciones menos importaciones de bienes y servicios) registró un aporte negativo aunque inferior al observado en el 2001.

La demanda interna se expandió en un 4,8% inducida mayormente por el dinamismo de la formación bruta de capital en activos fijos y en menor medida en acumulación de inventarios, mientras que el gasto de consumo final total, no obstante la aceleración observada de 1,3 puntos

porcentuales en su tasa de variación, apenas permitió un incremento de 0,6% en el consumo per cápita.

Por su parte, la demanda externa neta redujo en 2,8 puntos porcentuales su aporte negativo al crecimiento del PIB respecto al año anterior, ya que las exportaciones de bienes y servicios mostraron una notoria recuperación al crecer un 4,1% en términos reales en relación con el descenso de 9,2% observado en el 2001, a cual sin embargo, se vio debilitada por el repunte de las importaciones que reportaron en el 2002 un incremento de un 8,2%, mientras que un año antes no se observó variación alguna.

La formación bruta de capital tuvo un crecimiento importante (7,9%) durante el 2002. Este estaría explicado principalmente por las compras de maquinaria y equipo para la industria eléctrica y telecomunicaciones, en el caso del sector público, y de las zonas francas y la industria del metal, en el caso del sector privado.

El crecimiento del consumo privado se estima en 2,8% para el año 2002, como resultado de mayores ingresos de los asalariados. Por su parte, el consumo del gobierno mostró un crecimiento importante (4,5%) como resultado del incremento en las compras de bienes y servicios, especialmente aquellos dedicados al sector salud.

Como se mencionara, la demanda externa neta redujo su aporte negativo al crecimiento del producto durante el año en comentario. La reactivación de las exportaciones de la IEAT y de los servicios, así como el dinamismo de las ventas externas del resto de las empresas incorporadas al régimen de zonas francas, apoyado por las de productos agropecuarios no tradicionales, contribuyeron a mejorar el perfil de las exportaciones de bienes y servicios a lo largo del año, de forma que a precios constantes éstas exhibieron un aumento del

4,1% (-9,2% el año anterior). Por su parte, las importaciones de bienes y servicios luego de reportar un estancamiento en el 2001 crecieron a un ritmo medio de 8,2%, impulsadas principalmente por el dinamismo de las compras externas de bienes, que aumentaron un 9,3% en términos reales este año. La recuperación de la inversión en maquinaria y equipo y del consumo privado son factores que incidieron en este resultado.

“El famoso postulado de Milton Friedman de que la inflación es siempre y en cualquier lugar un fenómeno monetario, es correcto. Sin embargo, los gobiernos no imprimen dinero a tasas crecientes sin una razón de fondo. Estos generalmente imprimen dinero para cubrir sus déficit presupuestarios. Podría ser concebible una situación con fuertes tasas de crecimiento monetario sin la existencia subyacente de un desbalance fiscal, pero es poco probable. De esta manera, una tasa creciente de inflación es casi siempre un fenómeno fiscal.” Stanley Fischer (1990)”¹.

En este capítulo se resaltarán algunos elementos de la dinámica macroeconómica que relaciona el comportamiento del déficit fiscal y el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por otro lado, también se analizarán los aspectos que es necesario tomar en cuenta para catalogar como sostenible dicha relación deficitaria, así como las posibles consecuencias que desde el punto de vista de la política monetaria del banco central, podría tener un agravamiento de esta situación en el sector público.

4.1 Déficit fiscal y desbalance externo.

Durante la década de los ochenta se produjo una importante proliferación de artículos y libros de texto en economía cuyo principal objetivo fue destacar la relación existente entre el comportamiento del déficit fiscal y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos³. Esta influencia encuentra sustento en el hecho de que, en buena parte de esta década, se encontraba vigente el esquema de política económica denominado enfoque monetario de la balanza de pagos, el cual se desarrolló en la década de los cincuenta y sesenta ligado a economistas de la Universidad de Chicago y el Fondo Monetario Internacional, como R. Mundell, H. Johnson, J. Polack y M. Mussa. Este enfoque sirvió de base, durante la década de los setenta y ochenta para el diseño de los sistemas de programación financiera auspiciados por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

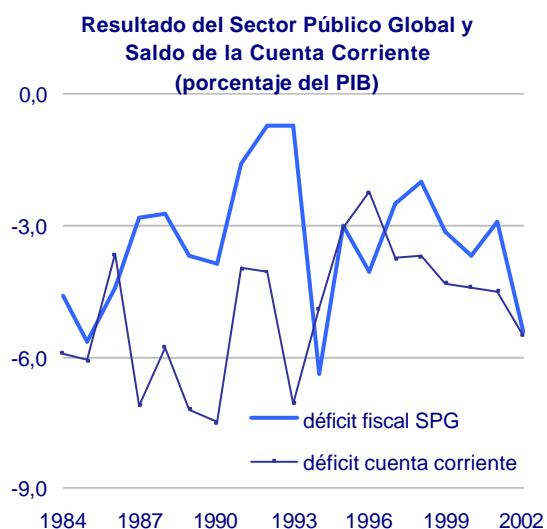
³ Esta tendencia, la cual surgió para explicar la situación coyuntural en la economía de los Estados Unidos de América caracterizada por un elevado déficit federal junto con un creciente déficit en cuenta corriente en la balanza de pagos, fue denominada la “Hipótesis de los Déficit Gemelos”. Para obtener un mayor detalle teórico de dicho enfoque se puede consultar el Recuadro 2.

El incremento del déficit fiscal, al ser acompañado de un incremento del crédito interno al sector público, provocaba un desequilibrio monetario (exceso de oferta de dinero) que se corregía con pérdida de reservas internacionales del banco central. Puesto que la mayor parte de los regímenes cambiarios eran fijos, la autoridad monetaria tenía que defender el valor de la moneda desprendiéndose de sus reservas. La recurrencia del déficit fiscal, al provocar continuas pérdidas de reservas, daba lugar a una crisis de balanza de pagos.

En lo que se refiere al enfoque de los déficit gemelos, la hipótesis central establecía que una reducción en el déficit del Gobierno Central o del Sector Público, provocaría una reducción en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. De acuerdo con este enfoque, los movimientos en el déficit fiscal preceden cambios similares en el déficit en cuenta corriente, implicando que los resultados deficitarios del sector público de años anteriores podrían explicar una porción substancial de los movimientos subsecuentes en el déficit en cuenta corriente. A diferencia del enfoque monetario de la balanza de pagos, el objetivo central no era establecer un esquema de política macroeconómica de ajuste para restablecer la estabilidad, sino analizar las implicaciones de la correlación entre ambas magnitudes y establecer formalmente una relación de causalidad y obtener evidencia acerca del mecanismo de transmisión subyacente.

La teoría de las identidades contables de las cuentas de ingreso nacional, permiten dar fundamento a la relación antes mencionada. Esta teoría establece que el déficit fiscal debe compensarse ya sea con un exceso del ahorro interno sobre la inversión o con un exceso de las importaciones sobre las exportaciones. Las mayores necesidades de financiamiento del sector público disminuye la oferta de fondos disponibles para financiar las nuevas inversiones en la

Las cifras parecen apoyar la hipótesis de los déficit gemelos.



economía, lo cual necesariamente conduce a un influjo de recursos provenientes del exterior, esto es, en el corto plazo los desequilibrios internos también pueden conducir a desbalances externos.

El mecanismo de transmisión clásico utilizado para explicar estas relaciones contables es que un aumento del déficit fiscal provoca mayores tasas de interés (a través de las mayores necesidades de financiamiento interno) que a su vez provocan un mayor ingreso de capitales externos que tiende a provocar una apreciación de la moneda nacional. Esta apreciación es la que finalmente induce un resultado deficitario de la cuenta corriente al provocar un abaratamiento relativo de los bienes y servicios externos y un encarecimiento de las exportaciones⁴.

Dada la gran cantidad de trabajos de investigación alrededor de este tema⁵, este enfoque ha tenido una significativa influencia en el diseño de las políticas macroeconómicas de ajuste en las economías emergentes. Desde este punto de vista, parece existir un amplio consenso acerca de que un resultado deficitario permanente en las finanzas públicas constituye una fuente adicional de liquidez en la economía, que más temprano que tarde, puede presionar hacia el alza la tasa de inflación y la tasa de interés, así como constituirse en un elemento que promueva un mayor gasto en bienes y servicios importados con lo cual se genera también un desequilibrio en el sector externo de la economía.

En el caso costarricense, la principal fuente de desequilibrio interno del gasto ha sido el déficit del sector público el cual, como ya se

4 También existe un efecto directo de un mayor nivel de gasto público que incrementa la demanda agregada la cual, ante rigideces de corto plazo que impiden incrementar la oferta interna, podría provocar un aumento de la tasa de inflación, un incremento de las importaciones o una mezcla de ambas posibilidades.

5 Véase a Ahmet Zengin, "The twin deficits hypothesis. The Turkish case.", para una amplia referencia acerca de los trabajos de investigación realizados en este campo.

indicó al inicio, por lo general ha coincidido con un resultado deficitario en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Más recientemente, durante los últimos tres años se ha observado una tendencia a la profundización del resultado deficitario del sector público, y en especial del Gobierno Central, junto con un saldo negativo creciente de la cuenta corriente.

Independientemente de que no se haya efectuado hasta el momento una comprobación formal de la hipótesis de los déficit gemelos para la economía costarricense, la solidez de los resultados a nivel internacional así como los beneficios que se derivan a partir de las recomendaciones de política económica tendentes a lograr una mayor estabilidad macroeconómica y un crecimiento sostenido enfocándose en atacar desde varios frentes la problemática fiscal, permite concluir que dicha hipótesis puede ser relevante, como punto de referencia inicial, para tratar de explicar la dinámica del comportamiento de ambos desequilibrios, esto es, el fiscal y el externo. Lo anterior es respaldado además, por el comportamiento histórico de ambas magnitudes en nuestro país, el cual se ha hecho más evidente en los últimos tres años.

4.2 Sostenibilidad del déficit fiscal.

Sin lugar a dudas, la tendencia creciente del déficit del sector público es uno de los principales factores que explican la falta de dinamismo de nuestra economía en los últimos años. Lo anterior ocurre porque un elevado déficit fiscal limita seriamente los gastos de infraestructura del sector público así como también los del sector privado al

Recuadro No.2 Los déficit gemelos

La aparente conexión empírica entre el déficit fiscal y el déficit comercial en Estados Unidos durante los años ochenta inspiró la acuñación del término “déficit gemelos” y permitió ahondar en el análisis de los efectos del déficit fiscal sobre el tipo de cambio. Desde una perspectiva más teórica, los modelos de traslape generacional (*overlapping generations*) sugieren que un déficit fiscal inducirá un déficit de la cuenta corriente al redistribuir ingreso de las generaciones futuras a las presentes (Obstfeld y Rogoff, 1996).

Un modelo macroeconómico conceptual¹

Es posible explorar la relación específica entre el déficit fiscal y el déficit de balanza comercial a partir de la identidad del ingreso nacional:

$$(1) \quad Y = C + I + G + (X - M)$$
$$(2) \quad C + I + G + (X - M) = C + S + T$$

Restando C de la ecuación 1 y reordenando términos, se obtiene la siguiente relación:

$$(3) \quad (G - T) = (S - I) - (X - M)$$

Donde Y = ingreso nacional
C = gasto en consumo de las familias
I = inversión bruta del sector privado
G =gasto del gobierno en bienes y servicios
X = exportaciones de bienes
M = importaciones de bienes
S = ahorro privado
T = ingresos tributarios del gobierno

La ecuación (3) establece que el resultado presupuestario del sector público (G – T) es igual a la diferencia entre el ahorro privado neto y la inversión menos las exportaciones netas (balanza comercial). Por lo tanto un incremento en el déficit fiscal resultará en un ajuste del ahorro privado neto y la balanza comercial para que se igualen los flujos de ingreso y producción.

Un incremento en el déficit público deberá ser financiado por un incremento en el ahorro neto doméstico o un incremento en el déficit de la balanza comercial, el cual es equivalente a un incremento en el endeudamiento externo. Para que el ahorro neto privado se incremente, es necesario que ocurra un aumento en las tasas de interés que atraerá capital externo, el cual inducirá a una apreciación real del tipo de cambio. La apreciación real promueve las importaciones y desincentiva las exportaciones lo

cual nos lleva a un mayor déficit de balanza comercial. Esto sugiere que la existencia de un déficit fiscal crónico y creciente conduce inevitablemente a tener una balanza comercial deficitaria.

Si consideramos el pago de intereses netos sobre la deuda pública como parte del resultado financiero del Sector Público Global, el análisis puede extenderse hasta encontrar la misma relación entre el déficit financiero del SPG y la cuenta corriente. La existencia de un déficit en la cuenta corriente implica que la economía necesita de mayores recursos financieros del exterior para sostener los niveles de gasto agregado actuales. Cuando la principal fuente de ahorro externo es el endeudamiento, la permanencia de déficit de balanza comercial implica que el país incrementa el volumen de deuda con el exterior.

Esta situación no puede mantenerse por tiempo indefinido, sobre todo con regímenes cambiarios poco flexibles pues la presión sobre las reservas internacionales eventualmente haría colapsar dicho régimen. De ahí la importancia de que los países con déficit crónico de cuenta corriente implementen medidas de ajuste para corregir ese desequilibrio.

¹ Kasibhatla, K. et.al. “Twin Deficits Revisited”
Journal of Business and Economic Studies.
Vol.7, No2, 2001.

elevar la tasa de interés real, con lo cual se deteriora el nivel de competitividad internacional de nuestra economía que a su vez se integra como un elemento adicional que explica la falta de reactivación del sector real.

Además, buena parte de la problemática fiscal tiene su origen en el elevado nivel de endeudamiento del sector público junto con las elevadas tasas de interés reales que se reconocen por dichos recursos. Si bien el Gobierno Central ha sido capaz de generar un superávit primario durante los últimos años, este no ha sido suficiente para cubrir el pago de intereses de la deuda pública.

La sostenibilidad de la deuda pública se convierte en un problema si los pagos de intereses aumentan a un ritmo más rápido que el observado en los ingresos del sector público. El concepto de sostenibilidad se reduce simplemente a la posibilidad de poder financiar el déficit del sector público sin deteriorar la relación actual de deuda total en relación con el PIB.

Para hablar de sostenibilidad de la deuda necesariamente hay que tener presente el concepto de la restricción presupuestaria intertemporal. Dicha restricción lo que significa es que el valor presente descontado de la senda futura de recursos disponibles por parte del sector público (superávit primario⁶) debe ser al menos igual al valor facial del nivel actual de la deuda total. En función de lo anterior, una política fiscal es viable si la trayectoria planeada del superávit primario en el largo plazo satisface la restricción presupuestaria intertemporal para ciertos valores de la tasa de crecimiento real de la economía, de la tasa de interés real y de la relación deuda / PIB⁷.

6 El resultado primario es una variable crítica a la hora de evaluar la solvencia del sector público, y este resulta de la diferencia entre los ingresos y los gastos, excluyendo de este último concepto los pagos correspondientes a intereses de la deuda.

7 Véase Richard Agénor y Meter Montiel, "Development Macroeconomics", Princeton University Press, Capítulo IV, p. 122, 1996 y Mora, Mariela y Rojas, Rosilia, "Efecto financiero neto de la sustitución de

La sostenibilidad depende entonces de la interacción de cuatro elementos: tamaño inicial de la deuda, nivel del superávit primario, tasa real de interés y tasa de crecimiento de la economía. La interrelación entre estas variables es crucial a la hora de determinar la sostenibilidad, en el sentido de que el el sector público podría ser solvente aún en un contexto en donde la relación deuda / PIB fuera creciente en el tanto esta tasa de crecimiento sea inferior al valor en el largo plazo de la diferencia entre la tasa de crecimiento del producto y la tasa de interés real. Asimismo, la restricción intertemporal también implica que el sector público no puede mantener por siempre una tendencia de pagar los intereses de su nivel de deuda existente a través de un mayor endeudamiento; en algún punto la deuda debe ser servida por medio de un incremento en el superávit primario.

Estableciendo algunos supuestos para el caso de Costa Rica⁸, Mora y Rojas (2002) efectuaron una simulación cuyo objetivo era determinar los requerimientos necesarios que asegurarían la viabilidad o sostenibilidad de la política fiscal. Los principales resultados de la simulación muestran que la política fiscal sería sostenible únicamente cuando el Gobierno Central sea capaz de generar un superávit primario igual o superior al 2% del PIB, ya que con valores inferiores el resultado implicaría un incremento de la deuda total (Véase Recuadro 3).

deuda pública interna por externa y viabilidad fiscal del Sector Público Consolidado”, Tesis de Graduación, Escuela de Economía, Universidad Nacional, 2002.

8 La simulación utilizó como referencia el marco metodológico de viabilidad fiscal desarrollado por Talvi, Ernesto y Végh, Carlos, “La viabilidad de la política fiscal: Un marco básico, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, 2000. Los supuestos fueron los siguientes: el valor inicial de la deuda es el correspondiente al valor de dicha relación para el Gobierno Central en relación con el PIB a finales del 2001, la tasa de interés real es un valor promedio aproximado de las tasas efectivas en términos reales a que se han colocado los títulos del Gobierno Central y finalmente, la tasa utilizada para el crecimiento del PIB real fue de 4% que es el valor promedio del crecimiento observado en el período 1995-2001. Puede consultarse el Recuadro 3 para un mayor detalle de esta simulación.

Recuadro No. 3 Viabilidad de la Política Fiscal

Se conoce como sostenibilidad fiscal la posibilidad de financiar el déficit del sector público sin deteriorar la relación deuda total/PIB.

Martner (2000) señala que "la estabilidad del coeficiente deuda/PIB depende de la diferencia entre la tasa de crecimiento de la economía y la tasa de interés real a la cual se endeuda el sector público."¹ Cuando la primera tasa es mayor que la segunda (diferencial positivo), es posible financiar, mediante endeudamiento, un cierto déficit financiero sin aumentar el peso de la deuda pública. Pero cuando el diferencial es negativo, la persistencia de un déficit primario desencadena un crecimiento explosivo de la deuda y del pago de intereses, que pone en peligro la solvencia del sector público.

Se dice que una política fiscal es viable si la trayectoria planeada del superávit primario hasta infinito satisface (con desigualdad) la restricción presupuestal intertemporal dado el crecimiento de la economía (g), la tasa de interés real (r) y el acervo inicial de deuda pública (b t-1).

La restricción presupuestal intertemporal del sector público puede definirse de la siguiente manera:

$$(1) \quad b_{t-1} = \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^j s_{t+j}$$

Esta restricción presupuestal intertemporal del sector público indica que el saldo inicial de la deuda pública deberá ser igual al valor presente descontado de la senda de superávits primarios futuros.

Mora y Rojas, en un estudio reciente para Costa Rica² desarrollan un ejercicio de viabilidad de la política fiscal del Sector Público Consolidado (Gobierno Central y Banco Central). En su análisis utilizan distintos valores del superávit primario para llevar a cabo simulaciones alternativas

Este ejercicio de viabilidad incorpora la deuda del Banco Central debido a que el resultado financiero de la Autoridad Monetaria constituye un elemento fundamental en el análisis de la política fiscal.

Para simplificar el análisis, el cálculo de viabilidad fiscal para el sector público consolidado supone que el Banco Central no puede financiarse emitiendo dinero y que el Gobierno Central tiene que asumir las pérdidas

¹ Martner, Ricardo. Los Estabilizadores Fiscales Automáticos. Revista de la CEPAL, N° 70. Chile, 2000. Pág. 34

² Mora y Rojas. "Efecto financiero Neto de la Sustitución de Deuda Pública Interna por Externa y Viabilidad Fiscal del Sector Público Consolidado", 2002.

cuasifiscales del ente emisor, lo cual se apega a la realidad según lo establece el artículo 175 de la Ley Orgánica del Banco Central.

Resultados de la Simulación

En el estudio se realizan dos simulaciones. La primera simulación es realizada con variaciones en la tasa de interés, y suponiendo el valor de los parámetros de la siguiente forma;

Los resultados de la siguiente tabla muestran que con un saldo de deuda del 53,8%³ del

bt-1	0,538
st;	{-,02...0...0,03}
r	{0,07...0...0,11}
g	0,04

producto, existe gran sensibilidad de la viabilidad fiscal a los cambios en las tasas de interés reales ya que con una baja de un punto porcentual en las tasas la trayectoria de la deuda del Sector Público Combinado podría pasar de insostenible a sostenible, con un superávit igual o superior al 2% del PIB.

El segundo análisis de sensibilidad es el que utiliza la tasa de crecimiento del producto como

Sensibilidad de la Viabilidad del Sector Público Consolidado a Cambios en las Tasas de Interés

s	r				
	7%	8%	9%	10%	11%
3%	S	S	S	I	I
2%	S	I	I	I	I
1%	I	I	I	I	I
0%	I	I	I	I	I
-1%	I	I	I	I	I
-2%	I	I	I	I	I

S: Sostenible, I: Insostenible

FUENTE: Elaboración propia con datos del BCCR.

la variable fluctuante, los parámetros utilizados son los siguientes:

Sensibilidad de la Viabilidad Fiscal del Sector Público Consolidado a Cambios en el Crecimiento del PIB

s	g				
	2%	3%	4%	5%	6%
3%	I	I	S	S	S
2%	I	I	I	I	S
1%	I	I	I	I	I
0%	I	I	I	I	I
-1%	I	I	I	I	I
-2%	I	I	I	I	I

S: Sostenible, I: Insostenible

FUENTE: Elaboración propia con datos del BCCR.

³ Por transformación de los depósitos de entidades financieras en Banco Central en títulos en moneda extranjera, se corrigió la serie histórica de deuda del Banco Central.

Recuadro No.3: continuación

Los resultados de la tabla muestran que es necesario lograr un crecimiento sostenido del producto igual o superior al 4% para que exista viabilidad, con un superávit primario igual o superior al 3% del PIB.

En resumen, para lograr transitar en una senda de viabilidad o sostenibilidad de las finanzas públicas (que el saldo de la deuda del Sector Público Consolidado no crezca explosivamente en el tiempo), es necesario que se cumpla al menos una de las siguientes condiciones:

- 1) Que el Sector Público Consolidado genere un superávit primario sostenido superior al 3% del producto.
- 2) Las tasas de interés reales no superen el 7% anual.
- 3) La economía presente un crecimiento real de alrededor del 5% anual.

Asimismo, los análisis de sensibilidad efectuados por las autoras del mencionado estudio mostraron que la variable más importante para determinar la sostenibilidad de la política fiscal es el superávit primario, dado que ante diferentes valores se producían cambios más significativos en los resultados. Lo anterior vuelve a destacar la relevancia de esta variable que constituye el nivel de recursos a disposición del sector público para pagar el servicio de la deuda.

En la actual coyuntura fiscal caracterizada por una tendencia creciente en la relación deuda / PIB⁹, una reducción en el último año en el resultado primario del Sector Público Consolidado junto con una tímida recuperación en la tasa de crecimiento de la economía, se configuran una serie de elementos que apuntan en la dirección de que la evolución del déficit del sector público y su nivel de endeudamiento no son sostenibles en el mediano plazo. En función de este deterioro, cobra gran relevancia y urgencia la implementación de un conjunto de medidas de reforma estructural en el corto plazo de forma que pueda revertirse dicho comportamiento y se pueda evitar un agravamiento en la evolución macroeconómica del país, sobre todo en lo que se refiere a la tasa de inflación y a la vulnerabilidad de nuestra economía ante choques provenientes del exterior.

Dentro de las opciones de política que buscan reducir el déficit fiscal existen algunas que buscan obtener resultados en el corto plazo y, específicamente, recaudar mayores niveles de ingresos tributarios para el fisco. La principal opción diseñada por el actual Gobierno en este sentido es la Ley de Contingencia Fiscal, la cual fundamentalmente establece una serie de tributos cuya vigencia sería únicamente para el 2003 y que pretende reducir en un 1% en relación al PIB el resultado deficitario del

9 La relación de la deuda pública total del sector público global pasó de un 58% en 1999 a un 57% en el 2002. En el caso del Gobierno Central dicha relación pasó de un 35% a un 39% respectivamente.

Gobierno Central¹⁰. En segundo lugar dentro de las iniciativas de corto plazo, se encuentra un plan de reducción del nivel de gasto público en el Gobierno Central y las principales instituciones públicas que pretenden reducir la relación deficitaria del sector público entre un 1% y un 2% del PIB.

Por otro lado, como parte de la iniciativa legal mencionada anteriormente, pero cuyo trámite será independiente en el Congreso para lograr una aprobación durante el transcurso del 2003, se plantean una serie de reformas fiscales de carácter estructural como son procurar cambios en el sistema de impuesto sobre la renta para incluir el concepto de renta global, la introducción de un nuevo impuesto sobre el valor agregado, la creación de una Agencia Nacional de Recaudación la cual tendría autonomía para regular en materia de recaudación y luchar contra la evasión fiscal y varias reformas al Código Tributario así como de varios regímenes de pensiones.

4.3 Consecuencias para el diseño de la política monetaria de un agravamiento de la situación fiscal.

El tema de la reducción de los grados de libertad de la política monetaria bajo un esquema de tipo de cambio semi-fijo (mini-devaluaciones) y con una cuenta de capitales abierta, ha sido un tópico que ha estado presente, con diferente grado de protagonismo, en el contenido del Informe de Inflación desde su primera publicación. La idea central con estos comentarios ha sido destacar el hecho de la pérdida de independencia y flexibilidad de la política monetaria bajo tales condiciones.

Un agravamiento de la actual situación fiscal provocaría aún más una mayor rigidez y le restaría aún más grados de libertad a la

10 Esta ley establece un mayor tributo sobre los automóviles de lujo, bebidas alcohólicas y cigarrillos así como un incremento en el tributo sobre las agencias offshore de los bancos nacionales, mayores impuestos sobre los casinos y el negocio de apuestas, un límite al aumento a los salarios del sector público y un mayor impuesto sobre la renta, entre otros.

política monetaria del Banco Central. Lo anterior en función de que, si se supone que las mayores erogaciones públicas en relación con el nivel de ingresos van a generar un exceso de liquidez en la economía, la política monetaria deberá estar orientada a tratar de neutralizar este efecto que podría introducir presiones adicionales sobre la evolución de los precios internos. El principal instrumento monetario en poder del Banco Central para dicho fin son las operaciones de mercado abierto (OMA) las cuales, a diferencia de lo que ocurre en un buen número de bancos centrales alrededor del mundo, el Instituto Emisor debe realizarlas con títulos propios y no con documentos del Estado.

Una parte de la actual problemática fiscal en nuestro país lo constituyen las pérdidas del Banco Central, las cuales tienden a engrosarse año con año con el servicio de la deuda de los títulos que se colocan en el mercado con fines de OMA. El Banco Central debe recurrir a la emisión de dinero para atender dicho servicio (intereses más amortización) lo cual a su vez se constituye en una nueva fuente de liquidez que de nuevo pone en el tapete la necesidad de efectuar nuevas colocaciones de OMA, convirtiéndose todo el proceso en un círculo vicioso.

Esta problemática resalta la urgente necesidad de efectuar una consolidación de la deuda pública, ya que buena parte de la deuda interna y externa del Banco Central tiene un origen fiscal por lo que debe ser traspasada al Ministerio de Hacienda con el fin de que se produzca una situación más transparente del déficit fiscal y el Instituto Emisor pueda concentrarse exclusivamente en ejecutar sus OMA con fines de contener las presiones inflacionarias.

Por otro lado, el que exista una elevada “dominancia fiscal” sobre la política monetaria impide que esta última sea utilizada con fines contracíclicos,

dependiendo de la coyuntura tanto nacional como internacional. Lo anterior cobraría relevancia en un contexto caracterizado por un débil crecimiento económico y exceso de capacidad instalada y disponibilidad de recursos productivos, en la cual un relajamiento de las condiciones de la política monetaria podría propiciar las condiciones necesarias para iniciar un proceso de recuperación económica y un aumento del nivel de empleo

Iguales consideraciones, aunque tal vez en menor magnitud, se pueden esgrimir para una situación coyuntural inversa en donde se requiera un ajuste hacia el alza de la tasa de interés con el fin de contrarrestar, por ejemplo, un choque negativo de naturaleza externa o un ataque especulativo en contra de la moneda nacional. En estas circunstancias, si bien el ajuste requerido puede ser transitorio, el banco central también podría tomar en consideración el efecto negativo que sobre la evolución del servicio de la deuda pública, incluyendo la suya propia, podría tener un incremento de la tasa de interés, el cual sería un elemento desestabilizador adicional.

Dentro del poco margen de acción de que dispone el Banco Central dadas las circunstancias antes mencionadas, la principal opción sería utilizar con mayor intensidad instrumentos alternativos a las OMA para alcanzar los niveles de absorción de liquidez requeridos en la economía¹¹. Para el año 2003 el Instituto Emisor ha hecho pública su decisión de utilizar con mayor intensidad el encaje mínimo legal como instrumento de absorción monetaria

11 También se podría lograr una mayor autonomía e independencia de la política monetaria introduciendo una mayor flexibilidad al régimen cambiario, esto es, buscando un sistema de bandas o de flotación ya sea libre o intervenida. Sin embargo, esta es una opción que no estaría disponible en el corto plazo ya que el cambio de régimen debería ser en forma paulatina y transparente de forma que no se produzcan efectos sobre las expectativas de los agentes económicos acerca de la evolución futura de la cotización del dólar y del logro de la meta de inflación. No obstante, en el mediano plazo la opción del cambio de régimen cambiario se constituye en la alternativa más viable para el Banco Central en aras de alcanzar una mayor efectividad de la política monetaria, dentro de un contexto de dominancia fiscal.

en conjunto con las OMA¹². En los últimos meses ha existido alguna controversia en torno a la conveniencia o no de volver a utilizar de forma más intensiva la política de encajes a través de un incremento en dicha tasa. Los defensores de esta propuesta manifiestan que es un instrumento que no contribuye a incrementar las pérdidas del Banco Central como sí ocurre con las OMA a través de los mayores costos por el servicio de dicha deuda tal y como ya se ha mencionado en secciones anteriores. Por su parte, los detractores de la propuesta manifiestan que dicha política sería retroceder en los esfuerzos por promover una mayor eficiencia en el proceso de intermediación financiera, aparte del impacto que tendrá sobre la estructura de las tasas de interés y el consecuente encarecimiento del crédito bancario.

Ambas posiciones poseen argumentos que merecen consideración. Sin embargo, la posición del Banco Central es conciliadora en dicho debate en el sentido de que no se piensa en volver a establecer tasas elevadas de encaje como las prevalecientes en las dos décadas anteriores, medida que de por sí no es factible dadas las limitaciones legales vigentes en la actualidad. Por otro lado, la vigencia temporal de dicha medida tampoco contradice el espíritu de la legislación en el sentido de que si bien se tiene la disposición de limitar la utilización de dicho instrumento, ello no significa una renuncia tácita a echar mano de dicha posibilidad cuando la situación coyuntural de la economía así lo requiera. Evidentemente la actual problemática fiscal y las implicaciones que sobre las pérdidas del Instituto Emisor posee una estrategia de un uso intensivo de las OMA, son argumentos de peso que justifican la implementación de

12 Como parte de las reformas impulsadas por el Banco Central en el sistema financiero, la política de encajes durante los últimos años ha tendido a procurar tanto la disminución en su nivel como la uniformidad según el tipo de moneda. Al término del 2002, dicha tendencia ha ubicado la tasa de encaje mínimo legal, tanto en moneda nacional como extranjera, en un 5%. Sin embargo, en la actual Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica se establece que el porcentaje máximo de esta tasa podrá ser de hasta un 15%.

alternativas de política monetaria que tiendan a minimizar el crecimiento de las pérdidas del Banco Central sin que ello vaya en desmedro de alcanzar los objetivos de inflación.

En el tanto se vayan implementando medidas que sean eficientes para controlar el crecimiento del déficit fiscal y la deuda interna asociada a éste, será posible recurrir con menor intensidad a los instrumentos directos del control de liquidez y a la vez se logrará obtener un ambiente de mayor estabilidad macroeconómica que permita la implementación de otras medidas que tiendan a incrementar los grados de libertad de la política monetaria, como pueden ser las reformas al régimen cambiario actual.

De no adoptarse las medidas que busquen fortalecer el resultado primario del Gobierno Central y dar inicio con las reformas estructurales necesarias para aliviar la problemática fiscal en nuestro país, el panorama para el diseño de la política monetaria y su efectividad es bastante desalentador en términos de perder cada vez más independencia en el uso de los instrumentos monetarios, con lo cual será cada vez más difícil propiciar reducciones adicionales de la tasa de inflación hacia niveles acordes con los estándares internacionales.

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) incurrió varias décadas atrás en operaciones de naturaleza “cuasifiscal”, es decir, operaciones que han involucrado subsidios implícitos a diversos sectores, a pesar de ser una función exclusiva del fisco en la medida en que solo éste tiene la capacidad de concederlos, dada la potestad de fijar impuestos. Por tanto, se dice que no es típico que un banco central asuma tales roles, pues son competencia del Gobierno. Por otro lado, al procurar alcanzar la meta de reservas monetarias internacionales, el BCCR se ve en la necesidad de efectuar operaciones de mercado abierto (OMA) con el fin de absorber liquidez, lo cual también le genera pérdidas financieras al efectuar el servicio de dicha deuda.

Existe divergencia de criterios con relación al impacto que tuvieron las medidas cuasifiscales aplicadas por el BCCR, pues algunos economistas consideran que dicho impacto se produjo en el período en que se realizaron, sin embargo, otros argumentan que sus efectos todavía repercuten en las pérdidas que actualmente presenta el BCCR, debido a que generaron un problema de “stock”. Sobre este particular, es innegable que si bien varias de estas operaciones fueron descontinuadas, implicaron que el BCCR contrajera deudas internas y externas para financiarlas, las cuales en algunos casos han tenido que renovarse y en otros más bien se han incrementado. Esta situación ha provocado la necesidad de que el Ente Emisor neutralice el servicio financiero de ellas con la emisión de nueva deuda bajo la forma de instrumentos financieros de mercado, como los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM), las Inversiones de Corto

13 Buena parte de este capítulo se fundamentó en los documentos DM-288 “Algunas consideraciones en torno a la necesidad de capitalizar al Banco Central de Costa Rica” y el mimeo sin publicar “Propuestas para reducir las pérdidas del Banco Central de Costa Rica” de Hidalgo, Iris y Sánchez, Betty.

Plazo (ICP) y los Certificados de Depósito a Plazo en dólares; con el fin de evitar que se produzcan excesos monetarios que deriven en presiones sobre los precios internos o sobre la posición externa del país.

El BCCR no tiene capacidad para resolver su situación financiera dada su naturaleza, ya que sus únicas fuentes de ingreso provienen de su función de emisor (conocidas como señoreaje) y de la reinversión de las reservas de encaje legal en colones y dólares. Por otra parte, el uso del encaje como instrumento se ha visto limitado debido a la reducción paulatina de este requisito, en procura de disminuir o eliminar distorsiones en el sistema financiero, causantes de elevados márgenes de intermediación.

Bajo este marco de referencia, el objetivo de este capítulo es presentar las aristas de esta problemática, puesto que representa un tema de interés nacional en la medida que su solución no compete únicamente al BCCR y dicha posición financiera deficitaria le resta grados de libertad para ejecutar su política monetaria con efectividad.

5.1 Origen de las pérdidas

Operaciones cuasifiscales

Como ya se indicó el BCCR llevó a cabo varias operaciones de esta naturaleza:

a) Concedió crédito subsidiado al Gobierno, a entidades promotoras de proyectos de desarrollo (CODESA), a entidades reguladoras de precios de granos básicos (CNP) y a bancos estatales, entre otros. En algunos casos por ley se establecieron condiciones financieras con tasas de interés nulas o bien, el BCCR se vio inducido a contratar fondos externos para canalizarlos internamente sin contemplar en la fijación de la tasa activa, el costo por variaciones futuras en el tipo de cambio.

b) A inicios de los años ochenta, otorgó tipos de cambio subsidiados para la importación de bienes calificados como esenciales (principalmente, hidrocarburos, medicinas y granos básicos) y para la atención del servicio de la deuda externa de las entidades públicas.

c) Concedió subsidios implícitos en la venta de divisas a los agentes económicos debido al mantenimiento de tipos de cambio fijos, pues contrajo deudas externas o internas en dólares para mantener el régimen cambiario. Además, aprobó programas de sustitución de deuda externa por deuda interna y emitió títulos en moneda nacional para hacerle frente a una presa de solicitudes de divisas en los años ochenta.

d) Realizó la sustitución paulatina de instrumentos directos por instrumentos de mercado en la ejecución de la política monetaria. Los instrumentos directos fueron básicamente controles a la expansión del crédito, tanto por intermediario financiero como por actividad económica (topes de cartera); la fijación de tasas de interés activas y pasivas o del margen de intermediación y el establecimiento de elevados porcentajes de encaje mínimo legal. La aplicación de esos instrumentos directos permitía al BCCR mantener el control de la liquidez con bajos costos financieros y, por tanto, las operaciones de mercado abierto (OMA) eran poco significativas y usualmente no se reconocían intereses sobre las reservas exigidas por encaje legal. No obstante, esto implicaba que el costo de la política monetaria recayera sobre los intermediarios financieros y en última instancia sobre los productores, razón por la cual el BCCR cambió la orientación de su política eliminando los controles directos, por considerar que constituían impuestos implícitos sobre las operaciones financieras con consecuencias negativas sobre los márgenes de intermediación.

Régimen cambiario

El BCCR ha procurado alcanzar una meta de acumulación de RIN aspecto que lo obliga, en un contexto de apertura de capitales y dadas las características del régimen cambiario, a realizar OMA en aras de lograr la estabilidad interna y externa de la moneda. Dichas pérdidas se dan por el diferencial existente entre el rendimiento de las reservas internacionales y las tasas de interés en el mercado interno.

Además de lo anterior, hay que tomar en cuenta el gasto por intereses sobre el endeudamiento en moneda extranjera en que incurre el BCCR con el propósito de “apoyar la balanza de pagos”, ya que dicho endeudamiento le permite mantener un sendero “deseado” de variación del tipo de cambio, como alternativa a un deterioro en el saldo de reservas monetarias internacionales.

5.2 Implicaciones de las pérdidas

La independencia del BCCR en la ejecución de su política se ve limitada, puesto que las pérdidas financieras constituyen una fuente permanente de inyección de liquidez, cuyos efectos se deben neutralizar. La limitación proviene al aplicar sus instrumentos, necesarios para la corrección de desequilibrios monetarios, debido a que con ellos debe procurar neutralizar efectos monetarios asociados a causas externas o bien por el mismo desequilibrio fiscal, además del generado por su resultado financiero. De manera que la presencia de dicha inyección permanente de liquidez hizo que el uso de instrumentos de control unidireccionales haya derivado en el aumento del saldo de OMA, cuyo servicio a su vez representa una nueva fuente de creación de base monetaria.

A pesar de que esa situación ha estado vigente durante años, se debe llamar la

atención al respecto ya que no podría sostenerse indefinidamente sin que genere presiones adicionales sobre las tasas de interés, los precios internos y la posición externa del país.

Las características apuntadas hacen necesaria la capitalización del BCCR, pues traería beneficios deseables para la sociedad, tales como:

a) Otorgaría mayor autonomía al Ente Emisor para la ejecución de la política monetaria, pues en la medida que se reduce el déficit de la Institución, se reduce también la necesidad de utilizar los instrumentos monetarios para la neutralización del efecto expansivo generado por esa fuente.

b) Permitiría que el BCCR tenga más grados de libertad para utilizar sus instrumentos monetarios, abriendo la posibilidad de alcanzar tasas de inflación más bajas, lo cual coadyuva para poder lograr mayores tasas de crecimiento económico. En este sentido, alcanzar tasas de inflación bajas y estables es esencial para que los agentes económicos formulen sus planes de gasto e inversión con mayor confianza, lo que fomentaría la inversión de largo plazo y contribuiría a mantener el crecimiento de la actividad económica dentro de una ruta sostenible.

c) Mejoraría la credibilidad del BCCR, facilitando además la transmisión de las señales de la política monetaria.

d) Generaría mayor transparencia en las cuentas del sector público, pues las operaciones cuasifiscales se asignarían a quien les dio origen, contribuyendo a la conducción de la política económica y al diseño de programas de estabilización. Cabe mencionar que la determinación correcta de las fuentes de desequilibrio, se torna importante para medir el ajuste fiscal requerido y evitar así ajustes excesivos o insuficientes.

RECUADRO No. 4: Consecuencias de Disminuir el Déficit del BCCR Medante la Reducción de las operaciones de Mercado Abierto

El BCCR, sostenidamente ha indicado que una de las consecuencias más nocivas de un déficit fiscal endémico es que limita la capacidad de la política monetaria para lograr una tasa de inflación baja y estable.

El Banco Central enfrenta un dilema, pues para reducir las presiones inflacionarias es necesario absorber los excesos de liquidez mediante la captación de recursos, lo cual implica un costo financiero que a su vez tiende a aumentar el déficit del sector público global. Ahora bien, el Banco puede disminuir su déficit si decide reducir la captación. Esto implicaría un incremento de la base monetaria, de los excesos de liquidez y consecuentemente mayores presiones inflacionarias, por lo cual sería necesario ajustar el tipo de cambio.

Como puede verse, el Banco Central tiene que escoger entre dos escenarios:

- reducir las presiones inflacionarias, pero ello implica un mayor déficit financiero (política activa),
- reducir su faltante financiero, pero a costa de una mayor inflación (política pasiva).

Pero este *quid pro quo* es posible únicamente en el corto plazo, pues la monetización creciente de su déficit provocará irremediablemente presiones también crecientes sobre la tasa de inflación en el largo plazo.

Ahora bien, el Banco Central podría decidir cambiar la orientación que le ha dado a su política en los últimos años y hacer un mayor uso de los instrumentos de control monetario con que cuenta, por lo que la escogencia no tendría que limitarse, necesariamente, a las opciones antes planteadas.

II. POSIBILIDADES DE REDUCIR EL DÉFICIT DEL BCCR E INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA DISPONIBLES

Los principales instrumentos con los que el Banco ejecuta su política monetaria¹ y cambiaria son:

- Operaciones de mercado abierto.

¹ De acuerdo con su Ley Orgánica, el banco central está facultado a usar el redescuento y otros instrumentos temporales de control monetario. Sin embargo, su uso no está directamente relacionado con las medidas que se podrían tomar para reducir en forma permanente el déficit de la institución.

- La facultad de modificar las tasas de encaje mínimo legal.
- Modificaciones en el tipo de cambio, o en una forma más amplia, revisar el régimen cambiario.

Dado que existe la definición de mantener el actual régimen cambiario, los instrumentos disponibles para una eventual reducción del déficit en moneda nacional son: operaciones de mercado abierto y tasas de encaje mínimo legal.

Ahora bien, es preciso tener presente que el déficit del Banco Central se origina tanto por operaciones en moneda nacional como por operaciones en moneda extranjera.

Es bien conocido que el déficit en moneda nacional se debe principalmente al gasto por intereses sobre Bonos de Estabilización Monetaria y captación de corto plazo, es decir, es el costo financiero que le representa al Banco Central la absorción monetaria. Una forma de reducir ese gasto, es mediante la reducción del pasivo sobre el cual el Banco paga intereses. Ello implicaría simplemente esperar al vencimiento de dichos pasivos y no realizar captaciones adicionales.

Cuadro 1
Estado de Resultados del BCCR

	2002 Millones de colones		
	Moneda Nacional	Moneda Extranjera	TOTAL
A. INGRESOS	11,082	13,003	24,085
B. EGRESOS	67,363	43,367	110,730
1. Gastos por intereses	49,290	43,367	92,657
2. Gastos Administrativos y otros egresos	18,073		18,073
TOTAL DÉFICIT	56,281	30,365	86,646
BASE DEVENGADO			
PRODUCTO INTERNO BRUTO			6,076,083
RELACIÓN DÉFICIT / PIB	0,93%	0,50%	1,43%
RELACIÓN RESPECTO AL TOTAL	65%	35%	100%

En cuanto al déficit en moneda extranjera, éste se origina por el mantenimiento de pasivos en dicha moneda tanto con residentes como con no residentes. Una forma de reducir este déficit es que el Banco Central use sus activos de reserva líquidos para el pago adelantado de su deuda externa y los

certificados de depósito en dólares. La principal limitación para dicho pago es que el total de pasivos (con costo) en moneda extranjera del Banco Central al término del 2002, fue de US\$ 1.644,0 millones, en tanto que los activos líquidos fueron US\$ 1051,0 millones.

El uso de las reservas internacionales para este propósito implicaría una modificación del presente régimen cambiario, pues el Banco no podría utilizar dichos activos para defender el denominado "régimen de minidevaluaciones".

Dado que los pasivos en moneda extranjera superan a los activos en dicha moneda, una posibilidad es que el Banco decida cubrir dicha diferencia mediante una participación mucho más activa en el mercado cambiario. Esto tendería a reforzar las presiones inflacionarias por dos vías. Una cambiaria y otra monetaria. Pues por una parte el estrujamiento que el Banco Central ocasionaría en el mercado de divisas haría aumentar la devaluación a una tasa mayor a la que se tiene en la actualidad. Por otra parte, esta compra de dólares inyectaría más colones a la economía, lo que incrementaría las presiones de los excesos monetarias sobre los precios domésticos.

Debido a que el Banco Central no cuenta con los activos de reserva para reducir a cero sus obligaciones en moneda extranjera en un lapso relativamente corto, se concluye que ésta no es verdaderamente una opción de política disponible en la actualidad.

Lo anterior, reduce el margen de acción del Banco Central en el siguiente sentido: el Banco tiene relativa flexibilidad para reducir sus gastos sobre operaciones en moneda nacional, lo que representa un 61% de su total de gastos. El monto restante de sus gastos corresponden a obligaciones en moneda extranjera y su eliminación total no es posible en el corto plazo.

III. ESCENARIOS DE POLÍTICA

La relación entre déficit e inflación puede ser estudiada desde varias aristas. Dos enfoques comunes en la literatura, son: i) explicar la inflación debido a las brechas de producto provocadas por el déficit fiscal y ii) tratar la inflación como un fenómeno monetario de largo plazo, donde el principal causante del crecimiento generalizado de los precios, es la persistencia de desequilibrios monetarios.

Con base en este último enfoque y las restricciones en el uso de los instrumentos de política monetaria antes señaladas, se propone, seguidamente un ejercicio de simulación en el que se consideren los siguientes escenarios:

1) Escenario de política monetaria "pasiva"

En este ejercicio de simulación entenderemos como política monetaria "pasiva", una en la cual el Banco Central decide abstenerse de realizar esterilización monetaria.

Para ubicarnos en un contexto temporal, se toma como momento base la situación existente al 31 de diciembre de 2001 y se supone que la ejecución de esta nueva "política pasiva" se realiza a partir del primero de enero de 2002.

2) Escenario de política monetaria "activa"

En este caso una política "activa" significa que el Banco utiliza el encaje mínimo legal como instrumento de control monetario de acuerdo con el límite máximo que establece el artículo 63 de la Ley Orgánica de esta Institución.

Es decir, la diferencia entre los escenarios pasivo y activo es que este último supone una tasa de encaje mínimo legal de 15% sobre los pasivos en moneda nacional.

Ya sea en uno u otro escenario, la implicación inmediata es una expansión de la base monetaria y por tanto la generación de un desequilibrio monetario.

Con base en el modelo antes mencionado (enfoque monetario de la inflación), se procedió a simular el impacto inflacionario de expansiones bajo los dos escenarios.

IV. RESULTADOS DE LA SIMULACIÓN

La ejecución de una política como la planteada en el escenario pasivo, hubiese provocado en este año, una expansión en la base monetaria promedio de 78.6% (¢194.764,8 millones) haciendo que la tasa de inflación se elevara a aproximadamente 38,0%. A su vez, si se supone que los fundamentales del tipo de cambio real no cambian, esto requeriría un incremento del 34% en el tipo de cambio nominal promedio, para no inducir a una apreciación real del colón.

En el caso del escenario "activo" es decir cuando la tasa de encajes sobre pasivos en moneda nacional se eleva al 15%, se producen dos efectos que tienden a compensarse, al menos parcialmente. Por una parte se produce un incremento de la base monetaria pero a la vez una reducción en el multiplicador bancario, cuyo efecto conjunto es una expansión del medio circulante de 62%, lo cual llevaría a que la tasa de inflación se ubicaría en un nivel cercano al 24,0%. La variación correspondiente en el tipo de cambio nominal sería de 21%.

Por otra parte, es importante tener claro que estos efectos no se limitan a un año.

Dado los rezagos con que los desequilibrios monetarios impactan la tasa de inflación, es de esperar que la masiva redención de obligaciones en moneda nacional tendrá un efecto sobre las inflaciones de los períodos subsecuentes.

Otra implicación importante es que una inflación de tal magnitud obligaría al Banco Central a acelerar la tasa de incremento del tipo de cambio, pues en caso contrario se daría una apreciación del colón, lo cual reduciría las reservas internacionales netas en poder de la Institución, lo que eventualmente llevaría al colapso del actual régimen cambiario.

Como una mera aproximación del efecto en el tiempo de la eliminación de las operaciones de mercado abierto como instrumento de control monetario, se procedió a estimar cuál sería el impacto en los próximos 7 años de las políticas simuladas.

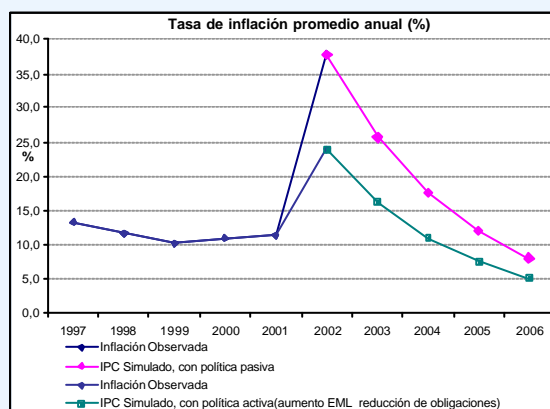
Los efectos que a continuación se presentan corresponden únicamente al supuesto desequilibrio generado en este año. Es decir, aun cuando se suponga, que a futuro no se presentará ninguna otra fuente de desequilibrio monetario, las implicaciones de la reducción de los pasivos en moneda nacional estarían presentes varios años después. Este supuesto implica que el Banco tendría que abstenerse de comprar los potenciales excesos de liquidez que se originen en el sector externo a partir del año 2002, lo cual a su vez comprometería el sostenimiento del actual régimen cambiario.

último quinquenio. La inflación acumulada en estos tres años sería de 103%.

Bajo el escenario activo, las tasas de inflación estarían entre un 24% y un 11%, para el lapso 2002 al 2004, para una inflación acumulada de 60%.

Ha de destacarse que un intento por reducir el déficit del BCCR sin que ello obedezca a medidas de ajuste estructural, sino meramente a una renuncia al uso de las operaciones de mercado abierto como instrumento de control monetario tendría un alto costo en términos de inflación, tanto en el corto como en el mediano plazo, dado que se requerirían, en el mejor de los casos, entre 3 y 4 años para volver a los niveles de inflación vigentes.

Gráfico 1



Obsérvese como la expansión monetaria del año 2002 sigue afectando las tasas de inflación de los siguientes años, donde el impacto es significativo. Por ejemplo, bajo el escenario pasivo, la economía costarricense experimentaría tasas de inflación entre un 38% y un 17% en el periodo 2002 al 2004, valores sensiblemente mayores a las tasas observadas en el

5.3 Iniciativas para reducir las pérdidas

Con el fin de reducir su déficit a lo largo del tiempo, el BCCR ha recurrido a tomar diferentes acciones:

a) Se incrementó el diferencial entre el tipo de cambio de compra y el de venta, con la obligatoriedad de trasladarlo al BCCR.

b) Se estableció el cobro de una comisión en cada operación de crédito de parte de los Bancos Comerciales que debía ser trasladada al BCCR, medida que se eliminó debido a que resultó muy poco significativa y engorrosa.

c) Se eliminó la posibilidad de otorgar créditos subsidiados.

d) Se negoció con el Gobierno para redocumentar el crédito otorgado con tasas subsidiadas y ponerlas a tasas de mercado, así como la capitalización del BCCR para adelantar el pago de deuda.

e) Se propuso un proyecto a la Asamblea Legislativa para que se traslade al Gobierno anualmente las pérdidas que enfrente el BCCR. No obstante, esta propuesta no ha prosperado hasta el momento.

La Ley Orgánica del BCCR no contempla disposición alguna para que, ante la existencia de pérdidas de la Institución, el Gobierno se haga cargo de ellas. En vista de que ese problema financiero obedece, en buena medida, a operaciones de naturaleza cuasifiscal, en dos oportunidades los legisladores han reconocido la necesidad de capitalizar al Ente Emisor, con el fin de reducir las pérdidas cuasifiscales.

▪ Art. 175 de la Ley Orgánica del BCCR (Ley 7558)

Mediante dicho artículo se dispuso que el Gobierno entregara títulos al Ente Emisor

con el fin de contribuir a reducir sus pérdidas cuasifiscales. Con dicha operación se capitalizaría a la Institución y se redocumentarían adeudos del Gobierno que presentaban tasas de interés nulas o inferiores a las de mercado, así como aquellos que si bien estaban en condiciones de mercado, su servicio no era atendido. El monto de la operación ascendió a ¢252.538 millones. En 1999 el Gobierno entregó los títulos y efectuó un pago anticipado por ¢20.000 millones, posteriormente continuó realizando pagos anticipados hasta cancelar la obligación (¢112.865,3 millones, ¢161.000 millones y ¢576,2 millones en el 2000, 2001 y 2002, en su orden).

- Art. 3 de la Ley 8116 (adición a la Ley 7558)

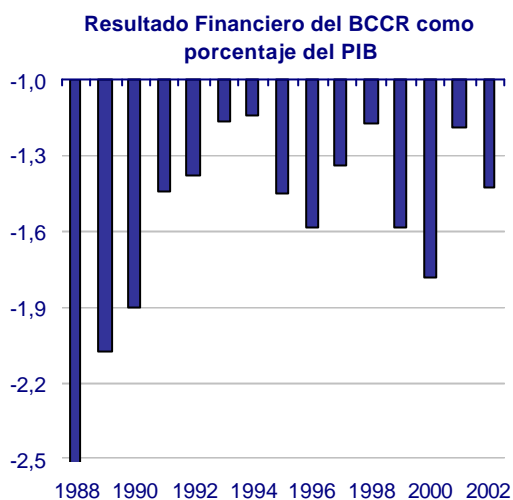
En esa normativa se adicionó a la Ley Orgánica del BCCR un artículo 175 bis, que entre otros aspectos indica que el Ministerio de Hacienda, con el propósito de pagar operaciones cuasifiscales realizadas por el BCCR y contribuir de este modo a reducir su déficit, pagará los pasivos constituidos bajo la figura de BEM, hasta por un monto de ¢180.000. Hasta el momento, aún no se ha hecho efectiva la aplicación de este artículo.

5.4 Soluciones a futuro

Desde el punto de vista teórico, existen opiniones a favor de que las pérdidas del BCCR se trasladen al Gobierno. Autores como Mario Blejer señalan que usualmente las legislaciones de los bancos centrales contemplan que toda ganancia del ente emisor debe trasladarse al gobierno. En vista de ello, estiman que esa asimetría debería solucionarse, de manera que toda pérdida del banco central sea incluida en las cuentas de gobierno.

Por otra parte, Peter Stella (2002) indica que la solidez financiera del banco central es

Es necesario fortalecer la posición financiera del BCCR.



Nota: Los datos anteriores a 1999 no consideran el artículo 175 de la Ley Orgánica del BCCR.

importante, ya que el debilitamiento financiero ocasiona pérdidas que deben ser financiadas. Por tanto, la búsqueda de opciones para eliminar o al menos reducir dichas pérdidas se torna prioritaria.

Como parte de la conciencia que existe de la necesidad de reducir las pérdidas, recientemente se ha dado una nueva negociación del Gobierno con el BCCR para adelantar el pago de deuda, pues si bien la cancelación adelantada de las operaciones por art. 175 contribuyó a reducir dichas pérdidas (de 1,6% en 1999 a 1,2% del PIB en el 2001), éstas todavía alcanzan montos importantes, a punto que para el cierre del 2002 fueron un 1,4% del PIB.

De manera general, se han estudiado una serie de medidas que se podrían llevar a cabo, todas ellas con aspectos positivos y negativos:

a) Por el lado de los ingresos podrían ser: incrementar el diferencial cambiario, incrementar la proporción que pagan los intermediarios del costo de supervisión (actualmente en 20%), modificar las condiciones de los TUDES (títulos indizados a la Unidad de Desarrollo), incrementar el precio de los servicios del SINPE. Sin embargo, las mismas contribuirían relativamente poco en la reducción de las pérdidas y además podrían tener efectos no deseados en el sistema financiero.

b) Dado lo anterior, el ajuste debería provenir por el lado de los gastos y entre ellas están:

- Elevar el requerimiento de encaje mínimo legal: La reducción en las tasas de encaje que aplicó el BCCR tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, ha implicado un considerable aumento en el costo de la gestión monetaria del BCCR, el cual se reduciría

al incrementar las tasas de encaje. De hecho, el BCCR dispuso incrementar las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera de un 5% a un 10%, al cierre del primer trimestre del 2003.

- Reducir el plazo de obligaciones del BCCR: Básicamente serían las captaciones en moneda nacional por medio de subasta conjunta, procurando modificar la estructura de pasivos para reducir el costo promedio de absorción.

Otros economistas¹⁴ van más allá de proponer que el Gobierno asuma las pérdidas del banco central, y opinan que aún cuando en la legislación existiera una disposición para que el gobierno anualmente se haga cargo de las pérdidas que éste registre, es preferible el empleo de otros mecanismos como la utilización de títulos valores públicos con cargo al presupuesto, como instrumento de absorción de liquidez a gran escala. Además, señalan la deseabilidad de que las operaciones se realicen en el mercado secundario.

En Costa Rica, se considera poco factible realizar operaciones de esta índole, puesto que actualmente se dispone de saldos relativamente bajos de títulos fiscales. Adicionalmente, el impacto sobre el déficit del BCCR podría ser poco significativo, toda vez que si bien disminuyen los gastos por títulos propios, también lo hacen los ingresos financieros que se perciben de los mismos.

Peter Stella¹⁵ propone tres alternativas para la recapitalización de un banco central:

- Cubrir las pérdidas sobre una base caja, no obstante el Gobierno difícilmente en capacidad de proveer una cantidad de

¹⁴ Quintín, Marc. FMI. “Comparación de los valores del Gobierno y del Banco Central en operaciones de mercado abierto en procesos de desarrollo: evaluación de los acuerdos de coordinación y necesidad de los mismos”. Mayo, 1994.

¹⁵ Stella, Peter. “Central Bank Financial Strength, Transparency and Policy Credibility. Working Paper FMI. Diciembre, 2002.

títulos al Banco Central en un determinado período de tiempo.

- Que la Tesorería tuviera suficiente discreción para crear y controlar el tamaño de un fondo de pérdidas. Sin embargo, el poder regular las transferencias en el tiempo podría poner la ejecución de la política monetaria en manos de la Tesorería en del Banco Central.
- La tercera alternativa es que el Gobierno cubra las pérdidas a partir de un período base en lugar de pensar una recapitalización total. En este sentido, para mantener la meta de estabilidad de precios el banco central puede hacer dos cosas: recibir una transferencia anual de títulos del Gobierno igual a “x”, o bien una transferencia periódica del valor corriente descontado presente de “x” a través del tiempo, “y”.

Otra medida que reduciría las pérdidas del BCCR, es que este deje de defender el tipo de cambio, pues ello implica inyecciones de liquidez que derivan en la colocación de BEM, cuyo servicio representa asimismo una nueva fuente de inyección de liquidez que contribuye a crear un efecto de “bola de nieve”.

En este capítulo se incluyen las proyecciones de la tasa de inflación para el 2003 y 2004 así como los principales elementos que podrían condicionar estos resultados.

6.1 Principales elementos de la programación monetaria del BCCR para el 2003.

Para el 2003 la meta en el crecimiento de los precios internos se mantiene en el mismo nivel establecido para el 2002, esto es, en un 10%. Existen una serie de condicionantes dentro del entorno nacional e internacional que dificultan alcanzar una meta de inflación inferior a la observada en el año precedente.

Por el lado internacional, se espera una tímida recuperación de la actividad económica en los Estados Unidos de América y Europa, en función de la inminencia de un conflicto bélico en el Medio Oriente, coyuntura que recientemente se ha complicado aún más con la tensa situación política existente en Venezuela. Estos elementos pueden constituirse en factores que contribuyan a propiciar una significativa alza en los precios del petróleo que limite aún más la posibilidad de una recuperación económica a nivel internacional, aparte de las consecuentes presiones a nivel local sobre la evolución de la tasa de inflación.

Por el lado interno, el principal obstáculo que puede limitar la efectividad de la política monetaria y alcanzar la meta de inflación de este año, es la evolución de la situación fiscal y de las acciones que se tomen en este campo para enfrentarla. La programación monetaria para este año supone que el déficit del Sector Público Global Reducido disminuye en más de dos puntos porcentuales respecto al PIB, en relación con el 2002, basándose

fundamentalmente en los efectos de la aprobación de la Ley de Contingencia Fiscal así como de una eficiente implementación de medidas que busquen disminuir el nivel del gasto público anunciadas por el Poder Ejecutivo.

El programa monetario también supone que la ligera recuperación económica a nivel internacional permitirá mejorar el saldo del intercambio comercial internacional en bienes y servicios sin propiciar una acumulación de reservas monetarias en relación con el saldo observado a finales del 2002.

Finalmente, si bien se estima una tasa de crecimiento positiva en la actividad económica, esta se espera que sea de un nivel menor a la observada en el año precedente, a pesar de la mejor evolución esperada en la industria electrónica de alta tecnología. Lo anterior se explica por la contracción prevista en la construcción y el sector agrícola así como una desaceleración en el crecimiento del resto de las industrias, exceptuando la manufacturera, electricidad y agua, transportes, almacenamiento y comunicaciones y establecimientos financieros y seguros, que presentarán un mayor dinamismo respecto al año anterior.

6.2 Proyección de la tasa de inflación para 2003 y 2004

La combinación de proyecciones de inflación, con información al mes de diciembre del 2002, se realizó bajo los siguientes supuestos: (1) precio de petróleo promedio de \$29 por barril para 2003 y \$25,6 por barril para el 2004, (2) una tasa de interés mundial de 1,19%, durante el horizonte de proyección. El precio de petróleo, y la tasa de interés mundial se refieren respectivamente al precio Brent, y el rendimiento sobre letras del tesoro de Estados Unidos a 90 días.

Se proyecta una inflación alrededor del 10% para los próximos dos años.



La inflación interanual se proyecta en 10% para diciembre del 2003 y 9,8% para diciembre del 2004. Estas proyecciones, junto con sus respectivos límites de confianza, pueden observarse en el gráfico de abanico. Asimismo, se incluye un cuadro resumen con dichas proyecciones y las obtenidas con los límites de confianza al 50% y 90%¹⁶.

De forma paralela al actual procedimiento de pronóstico, el BCCR realiza esfuerzos por desarrollar nuevas herramientas que mejoren la confiabilidad de las proyecciones de inflación. Estos esfuerzos se concentran en tres áreas específicas:

1. Mejorar la medición del fenómeno inflacionario.
2. Elaborar nuevos modelos que generen pronósticos más precisos.
3. Incorporar información adicional al proceso de proyección.

En algunos de esos ámbitos el BCCR ya cuenta con productos concretos que ayudan a un mejor análisis de la inflación, mientras continúa el proceso de investigación y desarrollo de otros instrumentos cuyos resultados se utilizarían en las futuras proyecciones.

Dentro del objetivo de mejorar las mediciones, se enmarca una nueva aproximación de inflación persistente: el Índice Subyacente de Inflación (ISI). Este índice presenta una serie de ventajas sobre el anterior Índice de Núcleo Inflacionario (INI) en la medición del crecimiento de los precios que persiste en el largo plazo y que no responde a factores estacionales. El Recuadro No. 1 de este informe, detalla las bondades metodológicas del nuevo índice y presenta su evolución con respecto al índice

Cuadro 1. Proyecciones combinadas para diciembre 2003 y 2004 y sus actualizaciones

Información al mes	Limite inferior (por ciento)	Media	Limite superior (por ciento)
	90	50	50 90
Inflación diciembre 2003			
Diciembre 2002	8,9	9,6	10,0 10,5 11,1
Inflación diciembre 2004			
Diciembre 2002	8,5	9,3	9,8 10,2 10,8

Nota. Las proyecciones combinadas se obtienen de promediar las proyecciones de los modelos ARMA, VAR, Petróleo, e Ingenuo ponderados con el método de optimización. La inflación en 24 meses es la inflación que corresponde a la proyección combinada 24 meses después del mes indicado por la fila respectiva.

¹⁶ Hasta el momento la combinación de proyecciones de inflación se realiza utilizando cuatro modelos: ARMA, Ingenuo, VAR lineal y VAR no lineal. No obstante, se espera poder realizar pruebas a otros modelos de proyección de reciente desarrollo, con el fin de incorporarlos dentro de dicha combinación.

de precios general (IPC) y al anterior índice de inflación persistente (INI)¹⁷.

En el área de nuevos modelos, en el año 2001 se conformó un grupo de trabajo para desarrollar modelos macroeconómicos que generen proyecciones consistentes de corto y mediano plazo para un conjunto de variables relevantes para el BCCR. Ya se han generado una serie de productos intermedios, los cuales se espera utilizar próximamente en la elaboración de pronósticos. Los fundamentos del proceso de modelación económica se resumen en el Recuadro No. 5.

Por otro lado, se pretende contar con elementos de juicio adicionales que complementen los criterios técnicos emitidos al interior del BCCR. En ese sentido ya se cuenta con la primera experiencia del proyecto “Encuesta sobre Perspectivas Económicas”, el cual recopila información acerca de las expectativas de los agentes privados sobre el comportamiento futuro de variables económicas clave, tal como lo resume el Recuadro No. 6. Es tarea del BCCR incorporar esta información en sus proyecciones, conforme se adquiera más experiencia en el uso de este instrumento.

Balance de riesgos

En esta oportunidad, las principales fuentes de riesgos para alcanzar la meta de inflación propuesta en el programa monetario y para los próximos 24 meses provienen tanto del exterior como de la situación económica interna. La tensión que se mantiene alrededor del desarrollo del conflicto entre los Estados Unidos e Iraq y del efecto que esto podría traer sobre el mercado del petróleo constituye el principal factor externo de incertidumbre en cuanto a los

17 El documento DIE-DM-DCS/08-2002-DI “Medidas de Núcleo Inflacionario para Costa Rica” (División Económica, BCCR) presenta mayores detalles sobre el tema.

Recuadro 5: Modelación Económica en el Banco Central

Los modelos macroeconómicos constituyen una herramienta de gran utilidad para las autoridades económicas de un país en la toma de decisiones de política económica. Particularmente, desde el punto de vista de un banco central, los modelos macroeconómicos tienen, entre otras, las siguientes ventajas: Primero, proporcionan un marco analítico para evaluar el estado de la situación económica actual, lo mismo que su evolución pasada. Segundo, introducen disciplina en los pronósticos, al hacer explícitos los supuestos y hacer pronósticos consistentes para distintas variables. Tercero, facilitan la elaboración de pronósticos con plazos más largos, ampliando así el horizonte de análisis. Y, por último, facilitan la evaluación de riesgos asociados a las proyecciones.

A pesar de que los modelos macroeconómicos son una herramienta útil en la elaboración de pronósticos, estos no constituyen un sustituto del criterio de expertos. Los modelos son una referencia más dentro del conjunto de elementos informativos que utilizan los bancos centrales para realizar sus pronósticos.

En general, los bancos centrales utilizan una batería de modelos en lugar de uno solo. La razón para ello, es que algunos modelos son más apropiados para la simulación de ciertas políticas que otros. La utilización de varios modelos permite, además, obtener una idea de qué tan robustas son las proyecciones a cambios (razonables) en los supuestos que hagamos sobre el funcionamiento de la economía.

1. ESFUERZOS DE MODELACIÓN MACROECONÓMICA EN EL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

La modelación macroeconómica en el Banco Central de Costa Rica es el resultado de un proceso de remozamiento intelectual y técnico emprendido por la Institución, desde la segunda mitad de la década de los años ochenta. En 1998, como resultado de este proceso de mejora continua, se elaboró un modelo macroeconómico para el análisis de la coyuntura económica. Este avance en modelación se concentró en producir un marco de información consistente con identidades macroeconómicas básicas y algunas relaciones de comportamiento. Sin embargo, requería de trabajo adicional en las especificaciones utilizadas y en un marco teórico que fundamentara algunas de las relaciones establecidas.

En 1999, el Banco Central emprendió lo que se denominó el "Proyecto de Modernización de la Programación Monetaria", en el que se procedió a reemplazar algunas de las proyecciones del programa monetario con especificaciones econométricas más elaboradas. Asimismo, se consideró oportuno ampliar el horizonte temporal de la programación.

En el año 2001, el Banco Central tomó la decisión de elaborar para la economía costarricense un modelo macroeconómico que facilite la discusión de opciones de política monetaria y eventualmente cambiaria. El objetivo es desarrollar modelos macroeconómicos, con un fundamento teórico claro, que generen proyecciones consistentes de corto y mediano plazo para un conjunto de variables relevantes para el Banco Central.

2. ESTADO DE LA MODELACIÓN MACROECONÓMICA EN EL BCCR

La estrategia utilizada en el BCCR, al igual que en otros bancos centrales, ha sido desarrollar varios modelos macroeconómicos. En particular, se está desarrollando un modelo estructural básico, extensiones de este modelo básico, y modelos de vectores auto-regresivos.

Las variables principales en las que se concentran el modelo básico estructural y el modelo de vectores auto-regresivos son la producción, la tasa de inflación, la tasa de interés real y la variación en reservas monetarias internacionales. La extensión del modelo básico estructural pretende modelar la evolución de los stocks de deuda pública interna y externa, además del déficit fiscal y de cuenta corriente.

Modelo estructural básico

Este modelo está compuesto por cuatro ecuaciones. La primera es una función de demanda agregada (y), que depende del nivel de precios (P), la tasa de interés real (r), y la producción de Estados Unidos (y^*):

$$y = y(r, P, y^*) \quad (1)$$

La segunda ecuación es una función de oferta agregada (en este caso una curva de Phillips), que relaciona la tasa de inflación (π), con la tasa de devaluación (ϵ), la inflación internacional (π^*), la inflación pasada ($\pi-1$) y la cantidad demandada de bienes y servicios (y):

Recuadro 5: Continuación

$$p = p(y, p^*, e, p_{-1}) \quad (2)$$

Estas dos primeras ecuaciones nos permiten obtener el comportamiento del producto y los precios dados los valores para la tasa de interés real, la producción de Estados Unidos, la inflación internacional, la devaluación, y la inflación pasada.

La tercera ecuación corresponde a la tasa de interés nominal que el Banco Central decide en función de la evolución de la inflación (π), la producción (y), y el nivel de reservas monetarias internacionales (RIN):

$$i = i(p, y, RIN) \quad (3)$$

La cuarta ecuación corresponde a la variación en reservas monetarias internacionales. Estas se modelan en función de variables que afectan la cuenta corriente y/o la cuenta de capitales. Estas variables incluyen el nivel de precios (porque afecta el tipo de cambio real y, así, la balanza comercial), la tasa real de interés (por su efecto sobre la balanza comercial) y el premio en tasa de interés (ρ) (por su efecto en la cuenta de capitales). Además, debería incluirse variables tales como préstamos oficiales externos, por su efecto en la cuenta de capitales; y movimientos en los componentes del gasto que se pueden traducir en cambios en la balanza de bienes y servicios y la cuenta corriente.:

$$RIN - RIN_{-1} = f(P, r, \mathbf{r}, \dots) \quad (4)$$

Dadas las definiciones de tasa de interés real (en términos de tasa de interés nominal e inflación) y del premio en tasa de interés (en términos de tasa nominal doméstica versus tasa internacional más devaluación), las cuatro ecuaciones anteriores nos permiten obtener simultáneamente proyecciones para el

producto, la inflación, la tasa de interés (real y nominal), y el nivel de reservas monetarias internacionales.

El Banco Central ya cuenta con estimaciones para las primeras dos ecuaciones, y estas ya se están utilizando en la elaboración de pronósticos.

Extensión del modelo básico

Una de las extensiones del modelo básico tiene como objetivo proyectar la evolución del déficit fiscal, la deuda pública interna, el déficit en cuenta corriente, la deuda externa, y las reservas monetarias internacionales.

Para proyectar el déficit fiscal y la deuda pública, se modelan los ingresos y gastos primarios de gobierno, y el gasto fiscal en intereses. Para proyectar el déficit en cuenta corriente, la deuda externa y las reservas monetarias internacionales, se modelan las exportaciones, importaciones, servicio de la deuda externa, y los flujos de capitales privados.

Modelo de vectores auto-regresivos

Los modelos de vectores auto-regresivos, proyectan la evolución de un grupo de variables con base en los valores que éstas han tomado en períodos anteriores. En general, estos modelos son apropiados para modelar la dinámica de corto plazo de las variables y tienen una alta capacidad de pronóstico. El ligamen entre este tipo de modelos y un marco teórico es menos estrecho que en el caso de modelos de ecuaciones simultáneas (como el modelo estructural básico). Sin embargo, es posible imponer en ellos algunas restricciones provenientes de la teoría, lo que facilita la interpretación de las estimaciones y la simulación de escenarios económicos.

Recuadro No. 6 Encuesta sobre perspectivas económicas

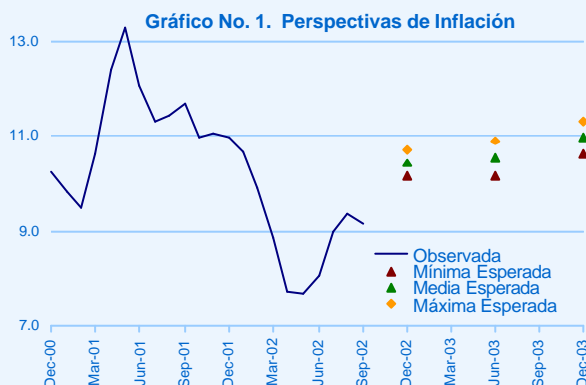
La Encuesta sobre perspectivas económicas realizada por la División Económica pretende medir la percepción que tienen los encuestados acerca del comportamiento futuro de las siguientes variables:

- Inflación
- Devaluación
- Tasas de interés
- Actividad económica

La primera encuesta fue la correspondiente al cuarto trimestre del 2002 efectuada el pasado mes de noviembre, entre 48 especialistas del sector privado (economistas, consultores, académicos y empresarios).

Se consultó cuál sería el nivel esperado de cada una de las variables de interés para diciembre 2002 y junio y diciembre del 2003.

Entre los principales resultados de la encuesta resalta la percepción de los encuestados acerca del tema inflacionario: las perspectivas para el cierre del 2002 se situaron en 10,4% en promedio, con un rango entre 10,2% y 10,7%, con una confianza del 95% (Gráfico 1), con lo cual dicha perspectiva se ubicó cerca de la meta propuesta por el Banco Central en su programa monetario (10%).



Asimismo, la mayor parte de los encuestados (64,6%) consideró que la tasa de inflación se estaría ubicando en el rango comprendido entre 10% a menos de 12% (Gráfico 2).

A 9 meses del último dato observado (junio 2003), los encuestados esperan que la inflación se sitúe entre 10,2% y 10,9%, con un valor medio de 10,5%. Para finales del próximo año, la opinión de los encuestados se ubica en un valor promedio de 11,0% con un límite inferior de 10,6% y un límite superior de 11,3%. Estos resultados son similares si se analizan de acuerdo con el grupo de los entrevistados (académicos, consultores y empresarios).

Cabe destacar que se detecta una leve tendencia al alza en las expectativas en los periodos consultados, puesto que de un 10,4% en diciembre del 2002,

pasan a 10,5% y 11,0% en junio y diciembre del 2003, respectivamente.



Las expectativas en cuanto a la tasa de devaluación se ubicaron en promedio en 10,6% para diciembre del 2002 y los encuestados esperan que esta tasa prácticamente se mantenga para finales del 2003 (10,5%). Por su parte, un 50% de los encuestados consideraron aceptable el tipo de cambio que rigió en el trimestre anterior; no obstante, estos resultados difieren si se analizan por grupo de entrevistados puesto que la mayor parte de los empresarios consultados (66,7%) opina que el tipo de cambio debió ser mayor en el trimestre anterior.

La opinión en lo referente a las tasas de interés de subasta a seis meses es que fuesen en promedio de 18,2% para diciembre 2002; para finales del 2003, los resultados muestran un leve ascenso al situarlas en 18,4%. En tanto, para las tasas de interés activas, su percepción fue que estas estarían manteniéndose iguales a finales del 2002 con respecto a setiembre de ese año.

Por su parte, la percepción de los entrevistados con respecto a la actividad económica, medida por el PIB, es que para diciembre del 2002 esta se situara en un 2,3% de crecimiento en promedio, (0,5 puntos porcentuales por debajo de la estimada por el BCCR), mientras que para el cierre del 2003 esperan que este valor sea de 2,7% de crecimiento con respecto al 2002.

Finalmente, los encuestados consideran que el principal factor limitante al crecimiento de la economía es el relacionado con el tema fiscal (déficit fiscal y deuda interna); en segundo orden, se cita el poco dinamismo de la demanda externa

pronósticos de inflación. En lo que se refiere a los riesgos internos, el principal elemento es la incertidumbre en torno a si se podrá observar una consolidación de las reformas fiscales necesarias para alcanzar la disciplina fiscal y reducir así las presiones de gasto que promueven la apreciación del tipo de cambio real y erosionan la posición de reservas internacionales.

Como se ha destacado en otras ediciones del Informe (véase, por ejemplo, Informe de Inflación, enero 2001) un incremento significativo en el precio del petróleo tiene efectos importantes sobre el desempeño de la economía. En particular, se estima que un incremento de 10% en el precio del petróleo produce un incremento de 0,5 puntos porcentuales (con un rezago de aproximadamente 6 meses) en el nivel de inflación.

El incremento de los precios del petróleo implica un deterioro de los términos de intercambio. La forma en que las economías pequeñas y abiertas, como la costarricense, enfrentan estos choques, depende en gran parte de la persistencia de éstos. Por ejemplo, si se estima que un eventual conflicto armado en el Golfo Pérsico será de corta duración y sin efectos duraderos sobre el precio del petróleo, el país podría optar por revisar las metas establecidas en el programa monetario y aceptar un desvío razonable de éstas, para no introducir mayores distorsiones en el proceso de ajuste modificando el tono de la política monetaria. Por el contrario, si el conflicto resulta en una crisis petrolera de grandes proporciones con efectos de carácter más permanentes, el BCCR se verá en la necesidad de ajustar los instrumentos de política que tiene a su disposición para coadyuvar en una transición ordenada de la economía hacia un estado compatible con las nuevas restricciones externas.

Sin embargo, el efecto de un conflicto en el Medio Oriente está lejos de ser claro, pues la

mayoría de los analistas coinciden en que el precio del petróleo será muy volátil en los próximos meses, sin tener claro cuál pueda ser su tendencia.

Por el lado doméstico, la principal fuente de riesgos continúa asociada con la situación financiera del sector público global. En la medida que se requiera mantener tasas de interés reales altas para financiar la brecha en las finanzas públicas, el BCCR tendrá un margen de acción relativamente estrecho en el uso de sus instrumentos de política monetaria lo que dificultaría el control de la inflación y la defensa del nivel de reservas internacionales.

Lo anterior es de particular importancia en el caso de que el país tuviera que enfrentar choques negativos de términos de intercambio de carácter permanente. En estas circunstancias, el BCCR enfrentaría importantes limitaciones para ajustar la economía ante el desequilibrio externo sin comprometer el objetivo de estabilidad de precios y el crecimiento de la economía.