

# Informe de Inflación

---

Enero, 2005

*El análisis en el Informe de Inflación se basó en el trabajo de la División Económica del Banco Central de Costa Rica. Este informe fue conocido por el Presidente, el día 17 de febrero, 2005*

## **ADVERTENCIA**

*La redacción de este informe se realizó con las cifras disponibles a diciembre, 2004 y están sujetas a revisiones*

*El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente. La versión electrónica puede encontrarse en:*

[http://www.bccr.fi.cr/ndie/informe\\_inflacion.htm](http://www.bccr.fi.cr/ndie/informe_inflacion.htm)

*Para comentarios o consultas, dirijase a:*

[laverdema@bccr.fi.cr](mailto:laverdema@bccr.fi.cr)

[madrigalbj@bccr.fi.cr](mailto:madrigalbj@bccr.fi.cr)

[mayorgamm@bccr.fi.cr](mailto:mayorgamm@bccr.fi.cr)

[solanoci@bccr.fi.cr](mailto:solanoci@bccr.fi.cr)

## *Indice General*

<b>El BCCR y la evolución reciente de la inflación</b>	<b>2</b>	7
Evolución reciente de la inflación.....		10
2.1 Comportamiento de demanda interna .....		11
2.2 Choques de oferta.....		12
2.3 Comportamiento de los medios de pago .....		13
2.4 Política cambiaria y expectativas .....		16
<b>Proyecciones y Balance de Riesgos</b>	<b>3</b>	20
3.1 Evaluación de las proyecciones de inflación realizadas en julio, 2004 .....		20
3.2 Proyecciones Combinadas para el período 2005-2006 .....		21
3.3 Principales resultados de la Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas. ....		22
3.4 Balance de Riesgos.....		24

## ***Indice de Recuadros***

<i>Recuadro 1: Índice de confianza para la inversión de los Analistas Económicos.....</i>	<i>23</i>
<i>Recuadro 2: Déficit Fiscal e Inflación en Costa Rica.....</i>	<i>27</i>

# Presentación

En el corto plazo, el reto que enfrentan los bancos centrales que tienen como objetivo prioritario la estabilidad de precios, es decidir cómo actuar, cuando además de las acciones de política que afectan la demanda de la economía, los precios también varían por factores relacionados con la oferta.

Las variaciones en los precios por factores de demanda provocan efectos permanentes en la inflación y son de naturaleza generalizada. Por tanto, al Banco Central de Costa Rica (BCCR) le interesa conocer estas variaciones, para así poder determinar la intervención que debe efectuar en las condiciones monetarias con el fin de cumplir su meta de inflación.

Sin embargo, economías pequeñas y abiertas como la costarricense, son tomadoras de precios en el mercado internacional y, por lo tanto, están expuestas a choques de oferta por elementos tan variados como cambios climáticos que afectan la agricultura, variaciones en los precios de los hidrocarburos y efectos de los avances tecnológicos mundiales.

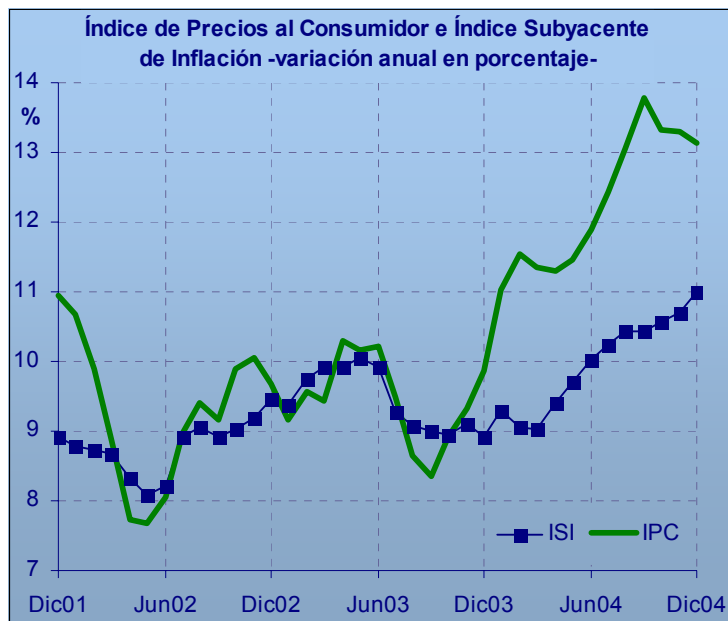
Las variaciones en los precios por factores de oferta son de carácter temporal y afectan únicamente los precios relativos de la economía. No obstante, al banco central también le interesa conocer este tipo de efectos en los precios, para saber cuándo y por qué no debe intervenir en el mercado de dinero.

El balance general de la evolución de la inflación durante el año 2004 permite afirmar que su incremento no obedeció a desequilibrios en el mercado monetario que ejercieran presión sobre la demanda interna y, por esa vía, sobre los precios internos, sino a choques de oferta ajenos al control del BCCR en el corto plazo.

Sin embargo, se debe prevenir que estos efectos se perciban como permanentes y se traduzcan en incrementos adicionales de los salarios y demás precios de la economía. Las futuras acciones de política del BCCR estarán dirigidas a este objetivo

**Francisco de Paula Gutiérrez G.**  
**Presidente**

### 1.1 Evolución reciente de la inflación

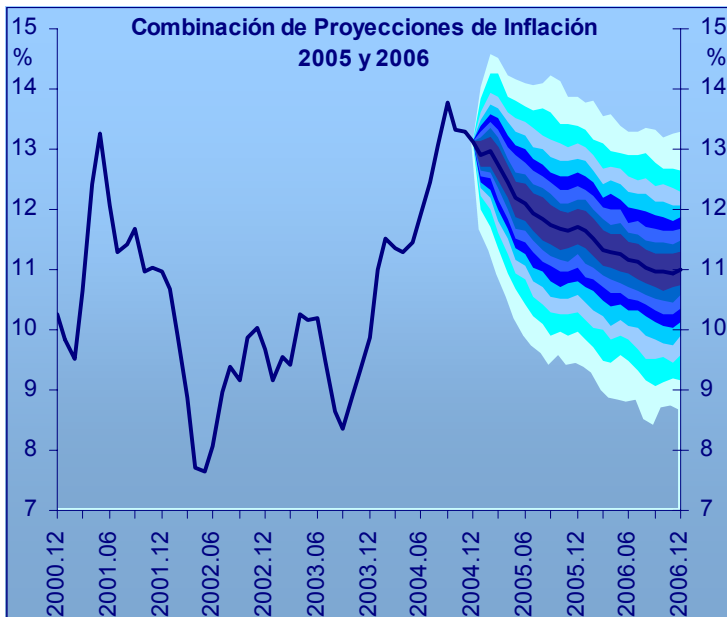


La inflación general anual alcanzó en el 2004 un 13,13%, mayor en poco más de dos puntos porcentuales a la prevista en la revisión del Programa Monetario y superior al crecimiento de los precios internos de los últimos ocho años. Por otra parte, la inflación subyacente se situó en 11,0% con lo cual superó en 2,1 puntos porcentuales a la registrada en el 2003. El repunte en la inflación estructural, medida por el ISI, es atribuible en buena medida al comportamiento de los precios de los bienes influidos por el encarecimiento de las materias primas importadas.

El análisis de las causas de la mayor inflación en el 2004 permite afirmar que su incremento con respecto a la tendencia de los últimos años no obedeció a desequilibrios en el mercado monetario que ejercieran presión sobre la demanda interna y por esta vía, sobre los precios internos, sino a diversos choques de oferta ajenos al control del Banco Central en el corto plazo. Entre estos choques cabe mencionar el incremento de los precios del petróleo, la caída en la producción de ciertos bienes agrícolas, revisión en los precios de bienes y servicios regulados y mayores precios de otras materias primas en los mercados internacionales.

### 1.2 Evaluación de las proyecciones de inflación realizadas en julio, 2004

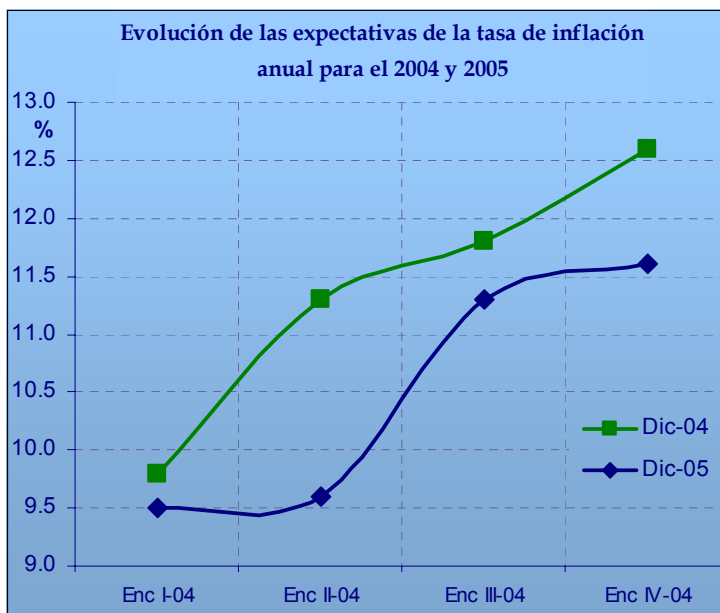
La proyección combinada realizada con datos a julio del 2004, estimó un valor medio de la inflación de 11,3% para diciembre de 2004 y de 10,9% para diciembre de 2005. La tasa de inflación observada al finalizar el 2004 fue de 13,13%, superior en 1,8 puntos porcentuales al valor medio estimado pero dentro del rango de posibles resultados.



Específicamente, el pronóstico a mediados del año indicaba que existía un 94% de probabilidades de que, al finalizar el año, la inflación terminara por debajo de 13,2%. Esta misma proyección indicaba un 40% y un 14% de probabilidades de alcanzar un nivel de inflación igual o menor a 11% y a 10% respectivamente.

### 3.2 Proyecciones Combinadas para el período 2005-2006

Los resultados de la combinación de los modelos de proyección prevén una reducción paulatina de la inflación. Esta trayectoria se apoya en el efecto que tendrían las medidas de política monetaria adoptadas a finales del año anterior y que se relacionan con el aumento en el encaje bancario. También considera el efecto del conjunto de políticas anunciado en el Programa Monetario de 2005. De esta manera, sería de esperar que las probabilidades del logro de la meta se incrementen a lo largo del año, en el tanto otras variables como la tasa de interés internacional, el precio del petróleo y el tipo de cambio se mantengan dentro de los rangos esperados.



### 3.3 Principales resultados de la Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas.

La Encuesta trimestral sobre perspectivas económicas correspondiente al cuarto trimestre del año pasado, continuó mostrando la tendencia mencionada en el Informe de Inflación anterior, en cuanto a identificar una divergencia de las expectativas inflacionarias en relación con la meta establecida por el Banco Central. Tal y como se puede observar en el gráfico adjunto, durante todo el 2004 se ha observado un comportamiento al alza en las expectativas inflacionarias tanto para

diciembre del año en cuestión como para el 2005.

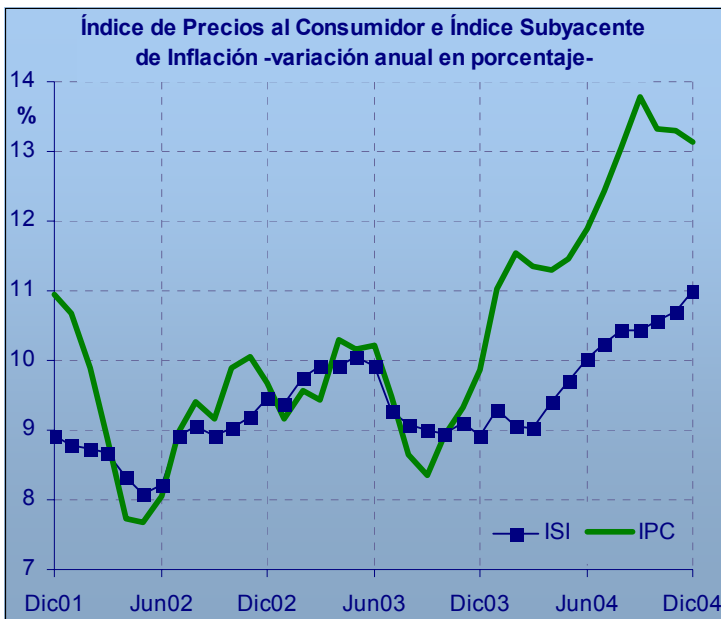
### ***3.4 Balance de Riesgos***

Durante el 2005, el logro de los resultados proyectados para la inflación estará condicionado por dos tipos de eventos. En primer lugar, en el frente externo la coyuntura será determinante, tal y como lo muestran los resultados del 2004. En ese sentido, la evolución del precio del petróleo, de las materias primas y la evolución del tipo de cambio del dólar con respecto al euro representan tanto amenazas como oportunidades para el BCCR en el logro de su meta de inflación.

En el frente interno, el 2005 estará marcado por ser un año preelectoral. Aún cuando se tiene alguna evidencia de ruptura en los efectos económicos esperados del ciclo político, particularmente en lo que tiene que ver con la tasa de inflación, la contienda electoral puede ser relevante en la formación de expectativas, dada la incertidumbre normalmente asociada a la situación política que prevalecerá en el país.

## *Evolución reciente de la inflación*

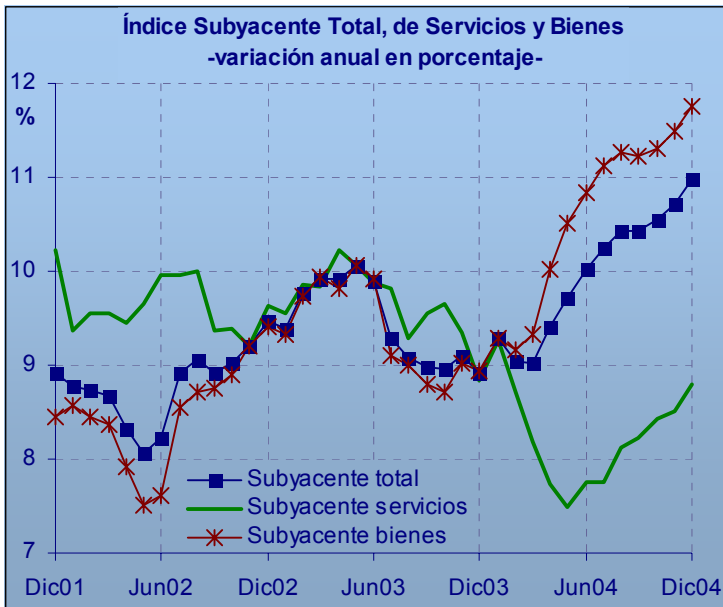
La inflación general anual alcanzó en el 2004 un 13,13%, mayor en poco más de dos puntos porcentuales a la prevista en la revisión del Programa Monetario y superior al crecimiento de los precios internos de los últimos ocho años. Por otra parte, la inflación subyacente se situó en 11,0% con lo cual superó en 2,1 puntos porcentuales a la registrada en el 2003.



El análisis de las causas de la mayor inflación en el 2004 permite afirmar que su incremento con respecto a la tendencia de los últimos años no obedeció a desequilibrios en el mercado monetario que ejercieran presión sobre la demanda interna y por esta vía, sobre los precios internos, sino a diversos choques de oferta ajenos al control del Banco Central en el corto plazo. Entre estos choques cabe mencionar el incremento de los precios del petróleo, la caída en la producción de ciertos bienes agrícolas, revisión en los precios de bienes y servicios regulados y mayores precios de otras materias primas en los mercados internacionales.

Las elevadas cotizaciones internacionales del petróleo y de otras materias, debido fundamentalmente a la expansión de la demanda por estos productos a nivel mundial y a las dificultades para ampliar la capacidad de producción, también explican el aceleramiento de la inflación en el 2004. Los bienes impactados directamente por las cotizaciones internacionales de materias primas aportaron un 23,2% a la variación acumulada del IPC.

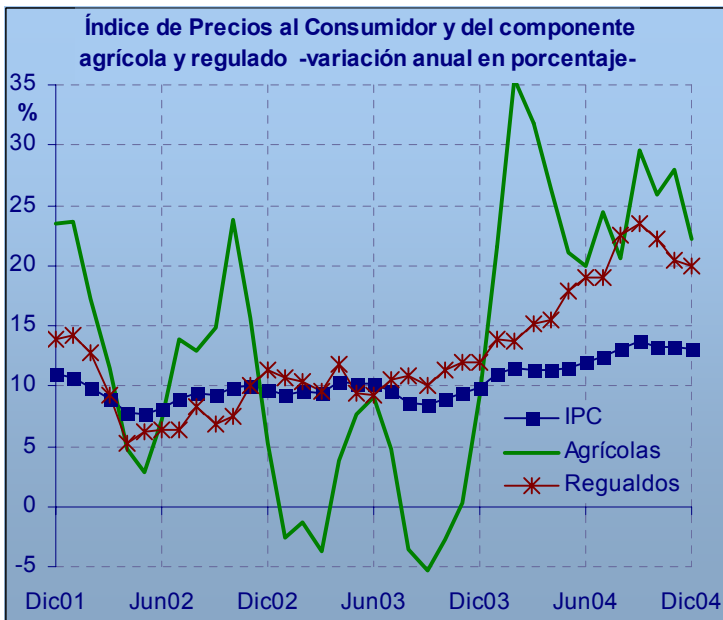
El incremento en los precios de los bienes agrícolas aportó un 25,4% a la diferencia en la inflación acumulada (medida por el IPC) entre el 2004 y 2003, mientras que los servicios sujetos a regulación de precios (agua,



electricidad y servicios domésticos) y bienes impactados directamente por las cotizaciones internacionales de materias primas contribuyeron con un 28% y 30,3%, respectivamente.

En el año, los precios de los bienes incluidos en la canasta del ISI experimentaron una variación de 2,8 puntos porcentuales por encima de la observada en el año anterior (8,9%); por el contrario, los servicios experimentaron una variación de 8,8% igual a la observada en el 2003. El repunte en la inflación estructural, medida por el ISI, es atribuible en buena medida al comportamiento de los precios de los bienes influidos por el encarecimiento de las materias primas importadas tal y como se discute en las siguientes secciones.

## 2.1 Comportamiento de demanda interna



Como resultado de la política monetaria activa ejecutada durante los años 2003 y 2004 por el Banco Central, que implicó aumentos en la tasa de interés y en el encaje mínimo legal, no se presentaron mayores presiones inflacionarias por el lado de la demanda interna. Los siguientes hechos confirman este punto de vista:

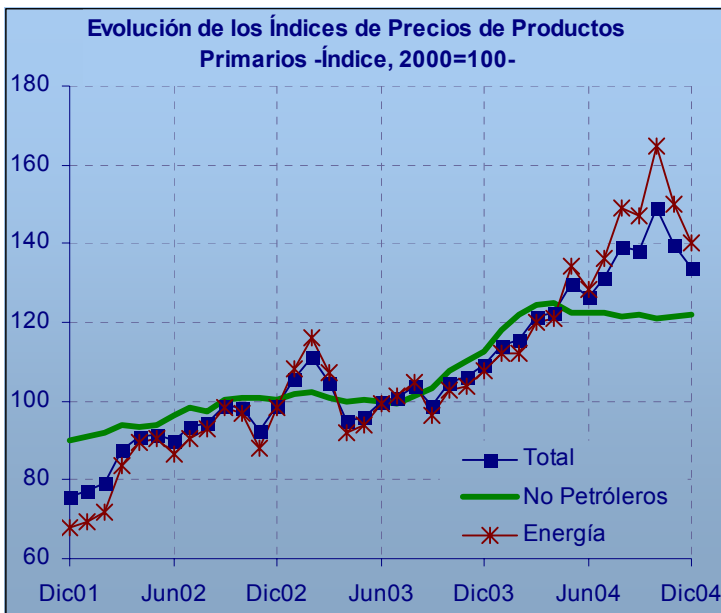
- Para el 2004 el crecimiento en la demanda interna, excluyendo la variación de existencias<sup>1</sup>, se estima inferior en 2,3 puntos porcentuales al del año previo cuando la inflación fue menor al 10%.
- El crecimiento de los precios no fue generalizado. Durante la mayor parte del año los crecimientos anuales del Índice de Precios al Consumidor, excluyendo los

<sup>1</sup> Con el propósito de eliminar el impacto de la mayor acumulación de inventarios del régimen de Zona Franca.

bienes agrícolas y los bienes y servicios regulados, fueron menores al 10%.

- El valor de las importaciones, excluyendo materias primas de los regímenes especiales e hidrocarburos, aumentó solo un 5,05% en el 2004.
- Las reservas monetarias internacionales presentaron un incremento de \$82 millones en relación con el año anterior.

## 2.2 Choques de oferta

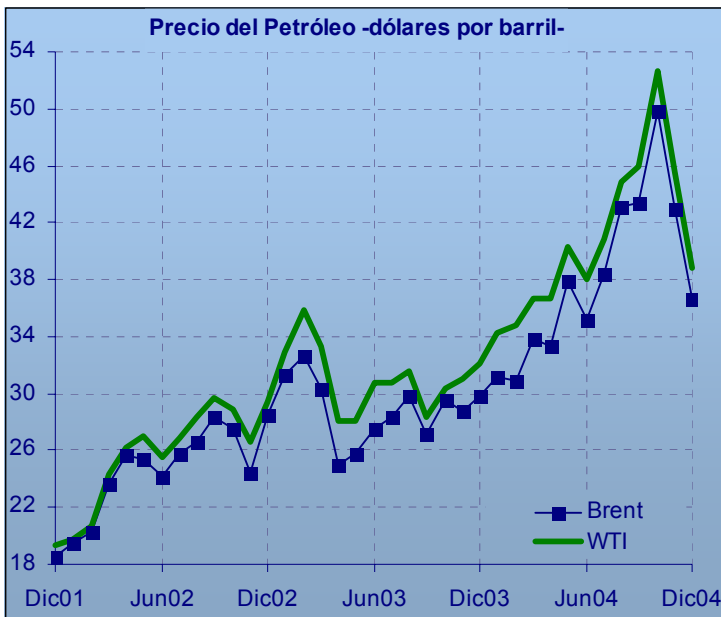


El comportamiento mostrado por los precios de los bienes agrícolas durante el 2004 es muy diferente al del año previo. En efecto, el aporte porcentual a la variación acumulada del IPC en el 2004 fue de 9,4 mientras que en el año anterior aportó un 4,1. La producción de frijoles y papas en el 2004 registró una fuerte reducción debido a condiciones climáticas y en consecuencia sus precios son de los que más influyeron en el crecimiento del rubro agrícola en ese año. También destaca la variación acumulada en los precios de frutas (31,8%) y de los huevos de gallina (23,7%).

En el 2004 los bienes y servicios regulados aportaron 4 puntos porcentuales al incremento acumulado del IPC. El crecimiento de este rubro estuvo condicionado principalmente por las alzas en arroz (26%), agua (30,5%), electricidad (17%) y combustibles (36%). Cabe señalar que los precios del arroz y de los combustibles obedecieron a ajustes en precios internacionales.

Adicionalmente, es importante acotar que el aceleramiento de la inflación vía aumentos en los costos de producción no es un fenómeno exclusivo de Costa Rica. Las economías del Istmo Centroamericano experimentaron un incremento en la tasa de inflación media, al

pasar de 5,6% en 2003 a un 9,0% en 2004. Lo anterior como resultado principalmente del efecto de los mayores precios internacionales del petróleo y de otros productos importados. Los bancos centrales de Centroamérica, excepto el de Guatemala, a mediados de año ajustaron al alza la meta de precios del 2004. No obstante este ajuste la inflación alcanzó tasas superiores a las programadas.



Otros países de América Latina como Brasil, Perú y México también hacen referencia al impacto del incremento de precios de “*commodities*” sobre los precios internos. Brasil, dentro del sistema de metas de inflación, buscó como objetivo la tasa de 5,5%, sin embargo la tasa de inflación acumulada este año se situó en 7,5%, la diferencia se atribuye a los precios del petróleo. En Perú el aumento del nivel de precios se ubicó por encima del límite máximo de la banda programada por el Banco Central de Reserva, en gran parte por los altos precios del trigo, aceite de soya y petróleo que explican alrededor del 37% de la inflación acumulada. En México la disciplina monetaria no evitó que la inflación se ubicara arriba de la meta del 3,0% (cerca de un punto porcentual), debido a los efectos de las elevadas cotizaciones internacionales de ciertas materias primas y del petróleo.

### 2.3 Comportamiento de los medios de pago

El principal reto que enfrenta el BCCR consiste en regular la oferta de base monetaria y establecer reglas y lineamientos adecuados de operación que afecten la demanda por base monetaria, de manera que la instrumentación de la política permita alcanzar su objetivo final de estabilidad de precios.

Teniendo esto en perspectiva, en el 2004 el Banco Central aplicó una política monetaria

preventiva ante los choques de oferta que enfrentó la economía costarricense, sin procurar neutralizar sus efectos pero tampoco convalidarlos. Por tanto, se decidió aplicar dos medidas de carácter preventivo:

- Aumentar de manera paulatina las tasas de captación de corto plazo a 30 días.
- Aumentar las tasas de encaje mínimo legal de 10% hasta 12% (1 p.p. en setiembre y otro en octubre, 2004).

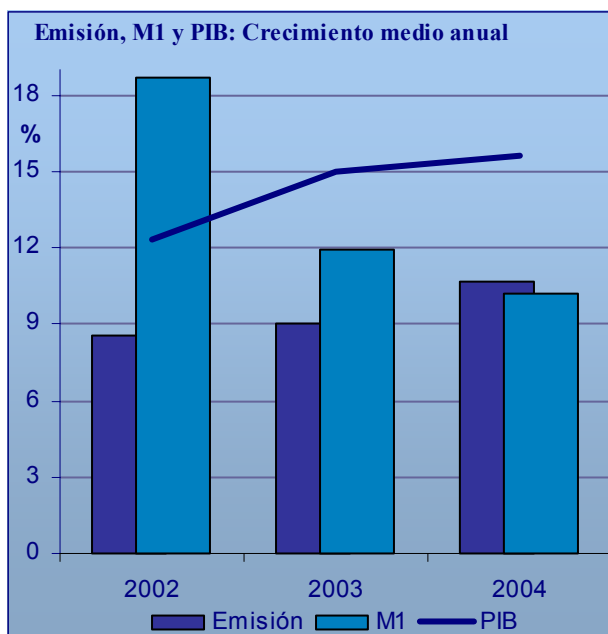
Así, la tasa de crecimiento de la base monetaria al cierre del 2004, se debió en alguna medida al incremento en los requisitos de encaje, debido a que los bancos comerciales liquidaron parte de su posición en moneda extranjera con el fin de obtener los recursos correspondientes para su cumplimiento. A pesar de ello, la medida contribuyó a contraer los medios de pago, de manera que el multiplicador del medio circulante (M1) mostró una reducción en diciembre del 2004 respecto al mismo mes del año previo<sup>2</sup>.

Otro elemento que influyó en el aumento de la base monetaria fue el considerable incremento en los pasivos sujetos a encaje (PSE) a raíz del fenómeno de las carteras mancomunadas, el cual propició que gran cantidad de inversionistas trasladaran recursos que antes mantenían en fondos de inversión, hacia figuras bancarias. La liquidación parcial de fondos de inversión y pensión, fundamentalmente en los meses de abril y mayo, 2004, ocurrió porque los inversionistas buscaron obtener un rendimiento seguro, o prefirieron esperar a que dicho mercado volviera a su operativa normal.

Complementariamente a las medidas de carácter preventivo antes señaladas, el BCCR continuó utilizando las operaciones de mercado abierto (OMA) como su principal instrumento de política, de manera que en el

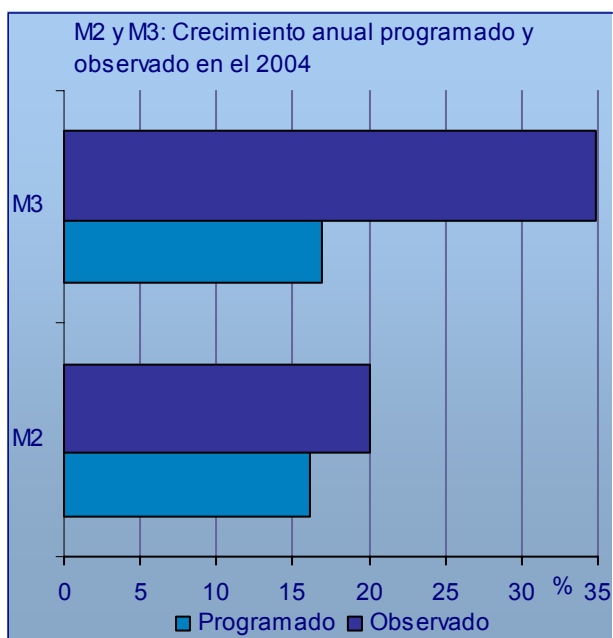
---

<sup>2</sup> El multiplicador se redujo de 1,85 en diciembre del 2003 a 1,6 en diciembre del 2004.



2004 el 70% de la absorción total de la Institución se realizó mediante ese instrumento<sup>3</sup>. Las distorsiones en el mercado financiero generadas por el fenómeno de las carteras mancomunadas, obligaron a la Autoridad Monetaria a dar un seguimiento más exhaustivo a la liquidez de la economía, con el fin de realizar una prudente intervención en el mercado de dinero.

Como resultado de las políticas implementadas por el BCCR, los agregados monetarios restringidos como la emisión monetaria y el medio circulante, mostraron al término de 2004 crecimientos anuales medios inferiores<sup>4</sup> al crecimiento del PIB nominal. Este comportamiento puede apreciarse en el gráfico adjunto.



En el caso de agregados monetarios más amplios como la liquidez en moneda nacional (M2) y la liquidez total del Sistema Bancario Nacional (M3), mostraron crecimientos nominales superiores a los previstos inicialmente en la programación monetaria (ver gráfico). Esta situación no generó desequilibrios monetarios puesto que derivó de los desplazamientos de las carteras mancomunadas ya señalados, propiciando una recomposición del ahorro financiero mantenido en fondos de inversión hacia figuras bancarias y el traslado de títulos de entidades financieras no bancarias hacia el Sistema Bancario Nacional. Cabe indicar que aún no se ha dado en su totalidad la reversión de esos traslados, de forma tal que la banca todavía mantiene una parte relativamente importante de los fondos trasladados en figuras a plazo principalmente.

<sup>3</sup> Como es de dominio público, las OMA comprenden la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) mediante subastas periódicas conjuntas con el Ministerio de Hacienda e Inversiones de Corto Plazo (ICP).

<sup>4</sup> Calculadas en promedios de saldos diarios.

## 2.4 Política cambiaria y expectativas

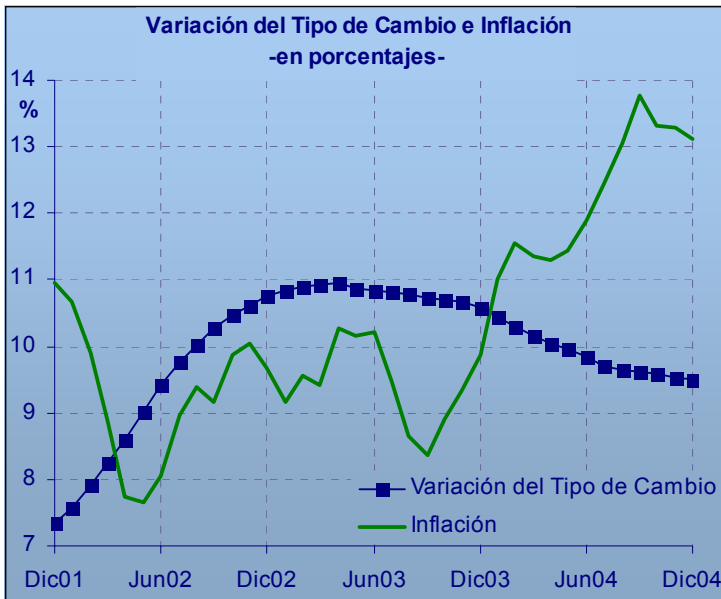
### Política cambiaria

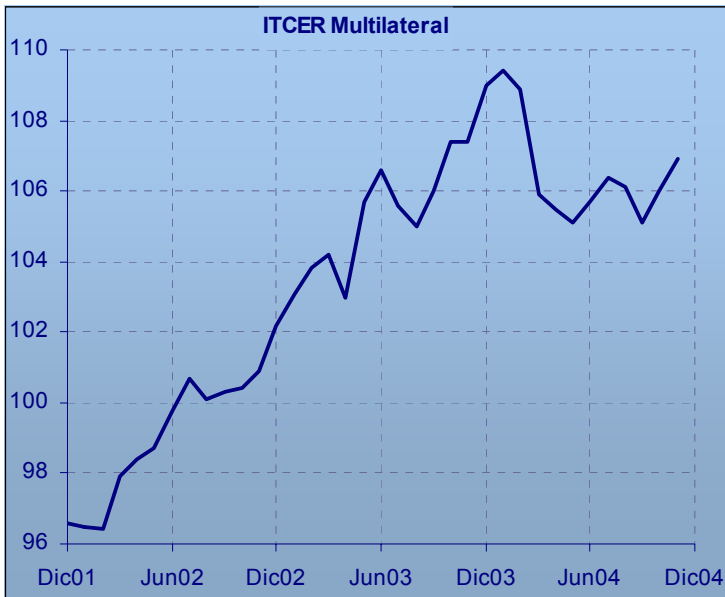
El régimen de minidevaluaciones incide en la inflación mediante su efecto en los precios domésticos de los bienes transables. Los agentes económicos reconocen que los bienes y materias primas importados sufrirán aumento de precios a lo largo del año por efecto de la devaluación.

De esta manera, los precios se ajustan con frecuencia ya sea porque los importadores enfrentan (o esperan enfrentar) precios más altos en colones por los bienes que importan o porque aumenta el costo de las materias primas de los bienes producidos domésticamente. En este sentido, no es raro que se consideren los aumentos en el ritmo de la devaluación como una de las causas de aumentos en la inflación.

Sin embargo, los efectos de la devaluación sobre la variación en el nivel de precios no son inmediatos ni de la misma magnitud. Diferentes estudios realizados en el BCCR señalan que un 1% de aumento en la variación del tipo de cambio del colón con respecto del dólar se traducen en un incremento en el nivel de precios entre 0,16% y 0,2% con un trimestre de rezago

Al analizar la variación del tipo de cambio del colón con respecto del dólar de los EE.UU. se observa cómo ésta ha venido disminuyendo paulatinamente en los últimos 18 meses. Sin embargo, el efecto de esta disminución no parece reflejarse en el comportamiento más reciente de la inflación. Por un lado, es probable que el efecto de la menor devaluación se haya visto compensado por el impacto sobre los precios de los choques externos, principalmente del precio de los hidrocarburos.





Por otro lado, a pesar de tener una menor tasa de devaluación, ésta resultó mayor al diferencial entre la inflación doméstica y la de los principales socios comerciales lo cual más bien pudo haber dado un impulso adicional a la inflación. No obstante, en ausencia de choques como los observados durante el año 2004, sería de esperar que esta disminución en la tasa de devaluación empiece a tener efectos en el futuro cercano.

Durante el año 2004 el índice de tipo de cambio efectivo real se mantuvo alrededor de 106 en promedio. Este resultado obedece en parte a la depreciación que ha sufrido el dólar de los EE.UU. frente al euro. Si esta tendencia se mantiene, permitiría reducir aún más la pauta de devaluación.

### *Expectativas*

A partir de los anuncios realizados por la autoridad monetaria se emiten señales hacia todos los agentes económicos, las cuales pueden ser o no creíbles. En cualquiera de los casos, el grado de credibilidad que tenga el BCCR será en última instancia lo que determine las expectativas de los agentes sobre la evolución de los precios. Una vez formuladas dichas expectativas, los agentes comenzarán a actuar en el mercado laboral y financiero de cierta forma que podría perjudicar o favorecer el objetivo de estabilidad de precios.

Existen varias formas en las cuales las expectativas pueden influir en el objetivo de estabilidad de precios. Por ejemplo, cuando las expectativas inflacionarias se incluyen en las negociaciones laborales. En este caso, suponiendo que los agentes económicos perciben una tasa de inflación más alta, éstos la incorporan en las negociaciones salariales y dado que esta variable representa uno de los costos más importantes de las empresas, se

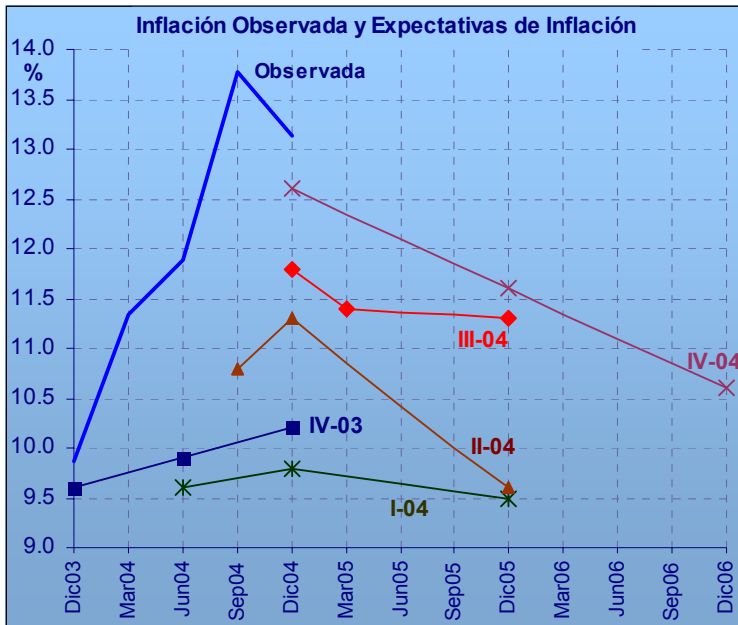
genera una mayor presión sobre los precios de la economía. Además, los agentes incluyen sus expectativas en las tasas de interés de largo plazo. Así, las expectativas de una mayor inflación inducen a un aumento de esas tasas, aumentando el costo de financiación de la administración pública y del déficit fiscal; en estas circunstancias también se aumenta la presión sobre la inflación. También, las mayores expectativas sobre inflación hacen que los agentes económicos esperen una mayor variación del tipo de cambio lo que tiene efectos sobre los precios.

Las características del régimen cambiario permiten también que los agentes económicos materialicen sus necesidades de medios de pago en función de la inflación esperada. Es decir, aún cuando el banco central se autoimpusiera una regla rígida de crecimiento monetario, los agentes económicos podrían disponer de los colones necesarios para sus transacciones que involucran determinada expectativa de precios cambiando parte de sus tenencias de dólares (domésticas o externas) dado que la convertibilidad de monedas está garantizada y hay relativa certeza sobre el nivel que tendrá el tipo de cambio en el futuro cercano.

De esta forma, una vez que expectativas de inflación más altas se internalizan en las acciones de los agentes económicos es difícil para el banco central alcanzar las metas que se había propuesto.

Una forma de aproximar las expectativas de los agentes económicos es a través de la opinión que dan los expertos consultados a través de la Encuesta Trimestral de Expectativas Económicas. El gráfico adjunto muestra la evolución de las expectativas en los últimos cinco trimestres.

Es posible observar cómo la formación de expectativas está altamente influenciada por el



comportamiento observado de la inflación. Observemos el cambio en las expectativas entre el cuarto trimestre de 2003 y el primer trimestre de 2004. Es interesante cómo los expertos encuestados revisaron sus proyecciones a la baja, posiblemente porque consideraron que el repunte de la inflación en marzo, 2004 respondía a factores transitorios. Sin embargo, conforme el nivel de precios fue mostrando un crecimiento sostenido a lo largo del año pasado, las proyecciones también fueron revisadas al alza.

Parece ser que los expertos encuestados atribuyen el crecimiento de los precios a factores ajenos a la política monetaria, pues es interesante cómo en la última encuesta, se proyecta una reducción sostenida de la inflación aún cuando el BCCR no había anunciado medidas de política monetaria restrictivas que soporten esa trayectoria de los precios en el momento de haber realizado la encuesta.

### *3.1 Evaluación de las proyecciones de inflación realizadas en julio, 2004*

La proyección combinada realizada con datos a julio del 2004, estimó un valor medio de la inflación de 11,3% para diciembre de 2004 y de 10,9% para diciembre de 2005. La tasa de inflación observada al finalizar el 2004 fue de 13,13%, superior en 1,8 puntos porcentuales al valor medio estimado pero dentro del rango de posibles resultados.

Específicamente, el pronóstico a mediados del año indicaba que existía un 94% de probabilidades de que, al finalizar el año, la inflación terminara por debajo de 13,2%. Esta misma proyección indicaba un 40% y un 14% de probabilidades de alcanzar un nivel de inflación igual o menor a 11% y a 10% respectivamente.

En ese momento, la proyección indicaba una menor inflación para el año 2005, ya que las probabilidades de alcanzar niveles menores a 11% y 10%, aumentaban a 54% y 25% respectivamente.

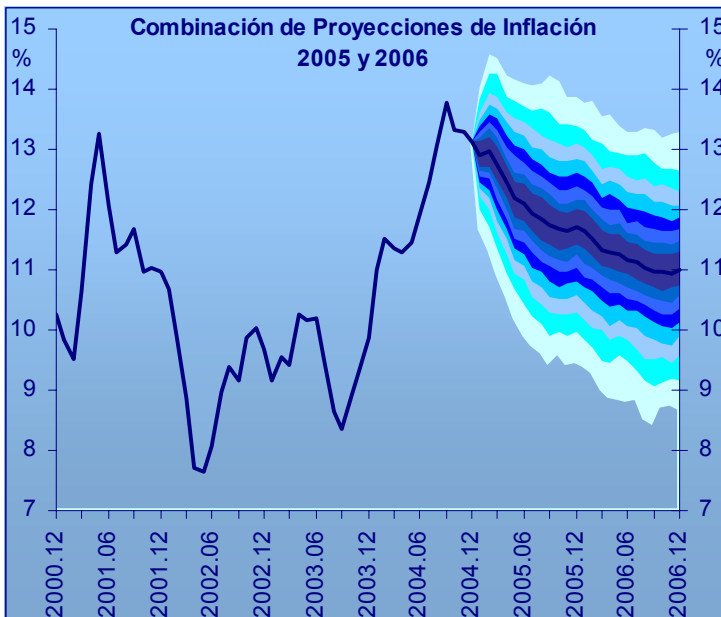
Dichas proyecciones se basaron en una serie de supuestos sobre el comportamiento de variables clave como la tasa de interés mundial, la variación nominal del tipo de cambio y el precio del petróleo.

Los valores observados de algunas de esas variables al finalizar el año, presentaron diferencias con respecto de los supuestos a mitad del período, lo que estaría explicando, al menos en parte, el desvío de la inflación observada con respecto al valor medio de la proyección.

Por ejemplo, se supuso una tasa de interés internacional de 1,27%, para el segundo semestre del 2004, mientras que el promedio observado para ese período fue de 1,85%, con un valor de 2,27% al finalizar el año. También se preveía un aumento del tipo de cambio nominal de 9,1% para el año, pero debido a que en agosto se incrementó la pauta de devaluación de 15 a 17 céntimos diarios, el incremento final fue de 9,5%.

Finalmente se suponía que el precio del petróleo continuaría en ascenso durante el segundo semestre hasta llegar a un promedio anual de \$39 por barril. La tendencia al alza se mantuvo para la mayor parte del semestre, pero en los dos últimos meses se presentaron descensos en el precio que condujeron a un promedio de \$38,3 durante el 2004.

Existen otros factores que no se incorporan de manera explícita en los modelos de proyección, pero que indudablemente influyeron en el crecimiento de los precios, tales como las alzas en el precio de algunas materias primas, de bienes y servicios regulados y perturbaciones en la oferta de bienes agropecuarios.



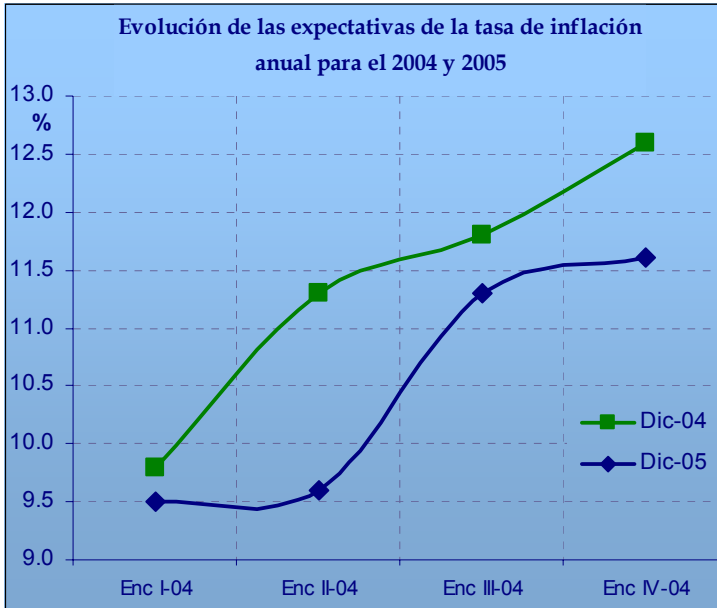
### ***3.2 Proyecciones Combinadas para el período 2005-2006***

Los resultados de la combinación de los modelos de proyección prevén una reducción paulatina de la inflación. Esta trayectoria se apoya en el efecto que tendrían las medidas de política monetaria adoptadas a finales del año anterior y que se relacionan con el aumento en el encaje bancario. También considera el efecto del conjunto de políticas anunciado en el Programa Monetario de 2005. De esta manera, sería de esperar que las probabilidades del logro de la meta se incrementen a lo largo del año, en el tanto otras variables como la tasa de interés internacional, el precio del

petróleo y el tipo de cambio se mantengan dentro de los rangos esperados.

### 3.3 Principales resultados de la Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas.

La Encuesta trimestral sobre perspectivas económicas correspondiente al cuarto trimestre del año pasado, continuó mostrando la tendencia mencionada en el Informe de Inflación anterior, en cuanto a identificar una divergencia de las expectativas inflacionarias de las expectativas inflacionarias en relación con la meta establecida por el Banco Central. Tal y como se puede observar en el gráfico adjunto, durante todo el 2004 se ha observado un comportamiento al alza en las expectativas inflacionarias tanto para diciembre del año en cuestión como para el 2005.



En relación con los factores que podrían tener una mayor incidencia en la inflación durante el 2005, la encuesta indica que son el aumento del precio del petróleo, el déficit fiscal, la incertidumbre política por ser año preelectoral y la no aprobación de la reforma fiscal, entre otros.

A partir del presente año, el Banco Central diseñó un indicador adicional ligado a la información que se obtiene de la Encuesta Trimestral Sobre Perspectivas Económicas denominado *Índice de Confianza para la Inversión de los Analistas Económicos* (ICAE). El propósito de dicho índice es poder dar seguimiento a la percepción que tienen los analistas económicos sobre la confianza para realizar inversiones (Véase Recuadro 1).

## Recuadro 1: Índice de confianza para la inversión según los analistas económicos

Para el Banco Central de Costa Rica es útil contar con un indicador que le permita dar seguimiento a la percepción que tienen los analistas económicos sobre la confianza para la inversión.

Este tema se aborda en la Encuesta trimestral sobre perspectivas económicas (EPE) que realiza la División Económica, mediante dos preguntas relacionadas:

- ¿Cómo considera que sea la coyuntura actual de las empresas para efectuar inversiones?
- ¿Cómo considera que evolucione el entorno económico para las actividades productivas en los próximos 6 meses en relación con los pasados 6 meses?

Con base en las respuestas a estas dos interrogantes, se construyó el Índice de confianza para la inversión según los analistas económicos (ICAE)<sup>1</sup>, en forma trimestral. Las cifras están disponibles desde el cuarto trimestre del 2002 hasta el cuarto trimestre del 2004, que corresponde al periodo en el que se ha aplicado la encuesta.

Este indicador permite resumir las opiniones en una variable, la cual muestra la tendencia de las percepciones de los informantes acerca de la confianza para la inversión en Costa Rica.

Este trabajo se enmarca en el campo de los índices de confianza, entre los que destaca la investigación pionera desarrollada por la Universidad de Michigan para la economía estadounidense.

### Construcción del ICAE

Para construir el ICAE se asignan valores a cada una de las opciones de las preguntas de la encuesta, de la siguiente manera:

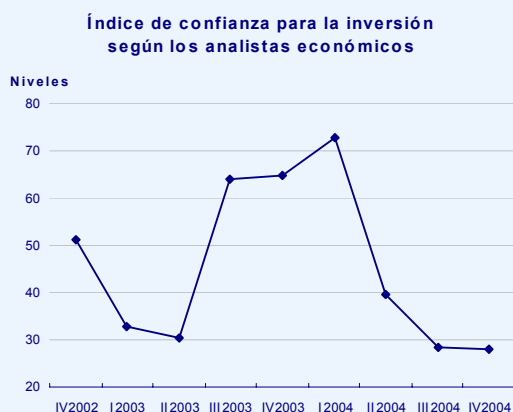
Preguntas	Valor
<b>Coyuntura para efectuar inversiones</b>	
Buen momento	100
Mal momento	0
No está seguro	50
<b>Evolución del entorno económico a 6 meses</b>	
Mejorará	100
Permanecerá igual	50
Empeorará	0

<sup>1</sup> Kikut, Ana y Ocampo, Andrea "Índice de confianza para la inversión según los analistas económicos", diciembre, 2004.

Posteriormente, se multiplica el número de respuestas en cada opción por su correspondiente valor; se suman los valores por trimestre y se dividen por el número total de respuestas.

Finalmente, se suman los índices de cada una de las preguntas y se promedian, obteniendo con esto el ICAE.

La evolución del índice se muestra a continuación:



### Interpretación y uso del índice

Los niveles del ICAE fluctúan entre 0 y 100; si el índice asume un valor de 0 indica que los analistas económicos perciben que no existe confianza para llevar a cabo las inversiones, mientras que un valor de 100 supone una confianza absoluta, con lo cual se espera un clima idóneo para la inversión.

A medida que aumenta el índice se incrementa la confianza para la inversión y viceversa.

Las percepciones recientes de los encuestados muestran una tendencia descendente en la confianza para la inversión, como se observa en el gráfico anterior.

Por otra parte, es factible obtener información útil al relacionar sus resultados con las expectativas de las variables económicas que se consultan en la EPE: inflación, variación del tipo de cambio, tasas de interés y actividad económica.

Asimismo, en un futuro, este indicador se podrá incorporar como determinante en el Modelo macroeconómico de pequeña escala o bien en otros modelos económicos.

En términos generales, durante los últimos dos años el ICAE alcanzó un valor máximo en el primer trimestre del año pasado, fecha a partir del cual mostró una caída significativa que prácticamente se mantuvo durante todo el resto del 2004.

Uno de los resultados más interesantes derivados del comportamiento del ICAE es su estrecha relación con el comportamiento de las expectativas inflacionarias<sup>5</sup>, en el sentido de que cuando estas últimas se incrementan en relación con la meta del Banco Central, el ICAE muestra una tendencia descendente reflejando una caída en el clima de confianza para efectuar inversiones en la economía y viceversa. Este resultado sugiere la contribución del objetivo de alcanzar la estabilidad de precios para propiciar un clima favorable para la inversión y el crecimiento de la economía.

Precisamente la información recogida en la encuesta del cuarto trimestre del año pasado, indicó el mayor porcentaje de respuestas obtenido hasta el momento que indican que la situación actual no es la más favorable para efectuar inversiones.

Por otro lado, la percepción de la mayor parte de los informantes de la encuesta (88%) en relación con la evolución del entorno económico para los seis meses siguientes, es de que dicho entorno va a empeorar o, en el mejor de los casos, a permanecer igual al prevaleciente al final del año pasado.

### ***3.4 Balance de Riesgos***

Durante el 2005, el logro de los resultados proyectados para la inflación estará condicionado por dos tipos de eventos. En primer lugar, en el frente externo la coyuntura será determinante, tal y como lo muestran los

---

<sup>5</sup> El coeficiente de correlación entre las expectativas de inflación y el índice de confianza fue de -0.76.

resultados del 2004. En ese sentido, la evolución del precio del petróleo, de las materias primas y la evolución del tipo de cambio del dólar con respecto al euro representan tanto amenazas como oportunidades para el BCCR en el logro de su meta de inflación.

En el caso del petróleo, los precios internacionales todavía no parecen ceder significativamente, debido a la mayor demanda de hidrocarburos como resultado del crudo invierno boreal. Es claro que los bancos centrales no pueden evitar el impacto que tiene el precio de los hidrocarburos sobre el índice general de precios. Lo mismo ocurre en el caso de las materias primas cuyo incremento en el precio durante el 2004 obedeció en buena medida a la mayor demanda mundial como resultado del acelerado crecimiento de China.

Se debe prevenir que estos efectos se perciban como permanentes y se traduzcan en incrementos adicionales de los salarios y demás precios de la economía. Sin embargo, si no hay señales de un incremento en la inflación subyacente, no se justificaría un endurecimiento de la política monetaria para contrarrestar el efecto de los precios del petróleo.

El mismo criterio debería aplicarse en la ejecución de la política cambiaria. La pauta de devaluación no debería ajustarse si no se observan desvíos importantes en la trayectoria de la inflación medida a través del Índice Subyacente de Inflación (ISI) que impliquen una seria amenaza a la competitividad externa<sup>6</sup>. Adicionalmente, las expectativas de una mayor depreciación del dólar de los EE.UU. con respecto al euro, permitirían mantener el tipo de cambio real sin presionar aún más los precios en el corto plazo mediante un política de minidevaluaciones menos acelerada.

---

<sup>6</sup> En cuanto a este indicador, véase el Informe de Inflación de enero, 2003 para mayor detalle.

En el frente interno, el 2005 estará marcado por ser un año preelectoral. Aún cuando se tiene alguna evidencia de ruptura en los efectos económicos esperados del ciclo político, particularmente en lo que tiene que ver con la tasa de inflación, la contienda electoral puede ser relevante en la formación de expectativas, dada la incertidumbre asociada generalmente a los procesos electorales. Sería de esperar que los agentes económicos (familias y empresas) actúen con mayor cautela ante este panorama, lo que podría implicar cambios en sus decisiones de consumo e inversión que podrían tener efectos sobre la demanda agregada y, al final, menores presiones sobre la inflación.

En el campo de las finanzas públicas (Véase Recuadro 2 sobre la evidencia reciente de la relación déficit-inflación) siguen las dudas sobre una pronta aprobación de la reforma fiscal. No obstante, el Ministerio de Hacienda ha comunicado recientemente el logro de algunas mejoras en recaudación y un crecimiento en el registro de contribuyentes de impuesto sobre la renta que podría traer algún alivio a las finanzas públicas durante el presente año.

## Recuadro 1: Déficit Fiscal e Inflación en Costa Rica

Una de las teorías que tratan de explicar la inflación, sostiene que dicho fenómeno es una expresión de los persistentes resultados deficitarios de las finanzas públicas, los cuales, tarde o temprano, deben ser financiados con creación de dinero. Según esta teoría, el éxito de las políticas de estabilización de precios, dependerá de una correcta combinación de política monetaria y fiscal.

Por otra parte, la evidencia empírica en diversos países no ha logrado establecer una correlación clara entre déficit fiscal y la inflación y los resultados varían según el nivel de inflación de la economía en estudio.

Los resultados empíricos ambiguos llevan a pensar que la relación entre déficit fiscal e inflación es más compleja de lo que la teoría postula y que es necesario profundizar en el mecanismo de transmisión entre estas dos variables. En ese sentido, se realizó una investigación para determinar la relación entre déficit fiscal e inflación en Costa Rica.<sup>1</sup>

Este trabajo se fundamenta en un modelo propuesto por Catao y Terrones (2003) el cual le da un lugar preponderante al dinero como mecanismo de transmisión entre déficit fiscal y la inflación. Dichos autores plantean que el utilizar en las estimaciones empíricas una medida del déficit como proporción de un agregado monetario, podría generar resultados más consistentes con la teoría que los obtenidos con la medida tradicional de déficit entre producción.

### ESPECIFICACIÓN DEL MODELO:

Se parte del siguiente modelo, presentado por Catao y Terrones:

$$(1) \quad \pi = \psi \frac{DEF}{M}$$

La ecuación (1) indica una relación de largo plazo en donde la tasa de inflación ( $\pi$ ) es una proporción del déficit fiscal ( $DEF$ ) incluyendo el pago de intereses entre el

promedio de la emisión monetaria u otro agregado monetario ( $M$ ) y un coeficiente ( $\psi$ ) que se espera esté entre 0 y 1.

Para efectos de estimación del modelo, se especifica una forma funcional de esta relación con rezagos distribuidos autorregresivos (ADL). La especificación ADL permite analizar la dinámica de ajuste de la inflación ante cambios en el déficit fiscal o en el resto de las variables explicativas.

Así, la relación entre déficit e inflación se expresa como:

$$(2) \quad \pi_t = \alpha + \sum_{i=1}^l \beta_i \pi_{t-i} + \sum_{i=1}^m \psi_i \left( \frac{DEF_{t-i}}{M_{t-i}} \right) + \sum_{i=1}^n \delta_i X_{t-i} + \varepsilon_t$$

Donde las variables explicativas son la inflación rezagada ( $\pi_{t-i}$ ), el déficit fiscal como proporción de un agregado monetario

$\left( \frac{DEF_{t-i}}{M_{t-i}} \right)$  y un vector  $X_{t-i}$  que incluye

otras variables explicativas, tales como, variación del tipo de cambio, precio del petróleo, apertura comercial e inflación internacional. Estas variables entran en la ecuación con operadores de rezagos de orden  $l$ ,  $m$  y  $n$ , respectivamente.

### LOS DATOS:

El principal conjunto de datos utilizado en las estimaciones del trabajo fue construido con una periodicidad trimestral y abarca el período entre el primer trimestre de 1991 y el segundo trimestre del 2004 (54 observaciones).

La inflación se mide por medio de la tasa de crecimiento interanual del índice de precios al consumidor (IPC), mientras que el déficit fiscal comprende el resultado financiero (incluyendo el pago de intereses), del Gobierno Central, del Banco Central y del Resto del Sector Público No Financiero. Para construir la relación Déficit / Dinero del modelo, fueron evaluadas distintas

<sup>1</sup> Véase Arias, Durán y Laverde (2004). "Déficit Fiscal e Inflación en Costa Rica". DIE-06-2004-DI.

definiciones de agregado monetario, tales como base monetaria, emisión, M1, M2 y M3; todas ellas medidas por el saldo promedio del trimestre. También se incorporó la medida convencional del déficit en términos del producto, para lo cual se utilizó el PIB trimestral en términos nominales. Todas estas relaciones fueron ajustadas por estacionalidad antes de ser incorporadas a los modelos.

### **RESULTADOS:**

En este trabajo se encontró evidencia empírica que identifica al déficit fiscal como generador de inflación en Costa Rica. Esta evidencia se confirma tanto para la medida convencional del déficit fiscal con respecto al producto (PIB), como para las medidas alternativas con respecto a un agregado monetario reducido (emisión y M1).

Por ejemplo, al suponer un incremento de 1 punto porcentual en el déficit como proporción del PIB, se da un aumento de la inflación del siguiente trimestre de entre 0,3 y 0,4 puntos porcentuales, mientras que el efecto de largo plazo oscila entre 1,2 y 1,7 puntos porcentuales de inflación, el cual tardaría en completarse alrededor de 8,5 trimestres.

Al medir el déficit como proporción de la emisión monetaria, el efecto sobre la inflación tiene una magnitud equivalente al de la proporción déficit – PIB. Por otro lado, el modelo que incluye la relación déficit – M1 genera un impacto mayor sobre la inflación (alrededor de 2 puntos porcentuales en el largo plazo).

En los modelos ajustados, la inflación es explicada, además del déficit fiscal, por la propia inflación rezagada y por la variación del tipo de cambio, por lo que, al igual que en otros estudios realizados, el “pass through” del tipo de cambio adquiere un lugar importante en la explicación de la inflación en Costa Rica.

Aún cuando no se estimó el impacto particular, es de esperar que el aporte más significativo a la inflación provenga del resultado financiero del BCCR. Por lo tanto ninguna estrategia para lograr una mejora de las finanzas públicas con el fin de reducir las presiones inflacionarias puede dejar de considerar una solución al déficit del BCCR.