

Informe de Inflación

Enero, 2006



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 30 de enero, 2006.

ADVERTENCIA

La redacción de este informe se realizó con las cifras disponibles a diciembre, 2005 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

Para comentarios o consultas, diríjase a:

madrigalbj@bccr.fi.cr
mayorgamm@bccr.fi.cr
solanoci@bccr.fi.cr

Índice General

Presentación	6
Resumen del Informe	1
1.1. <i>Evolución reciente de la economía</i>	7
1.2. <i>Proyecciones Combinadas para el período 2006-2007</i>	8
1.3. <i>Principales resultados de la Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas y de la primera Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación</i>	9
1.4. <i>Balance de Riesgos</i>	9
Evolución reciente de la economía	2
Política monetaria bajo Metas de Inflación	3
3.1. <i>Una nueva ancla nominal en la economía</i>	28
3.2. <i>¿Cuál es la desventaja del esquema de tipo de cambio como ancla nominal?</i>	30
3.3. <i>En busca de una mayor independencia monetaria</i>	31
3.4. <i>La escogencia del instrumento de política: ¿tasas de interés o agregados monetarios?</i>	33
3.5. <i>El mecanismo de transmisión de la tasa de interés: Evidencia para Costa Rica</i>	35
3.6. <i>Algunas reformas para mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés</i>	39
La flexibilización del régimen cambiario como parte de las reformas hacia un nuevo régimen monetario en Costa Rica	4
4.1. <i>La flexibilidad cambiaria en el marco del proyecto estratégico de meta explícita de inflación del Banco Central</i>	42
4.2. <i>Recomendaciones de los técnicos internacionales para una migración exitosa hacia una flexibilidad cambiaria amplia</i>	44
4.3. <i>Reseña de algunas experiencias internacionales en la transición hacia la flexibilidad cambiaria</i>	50
4.4. <i>Premisas y elementos de una eventual estrategia de implementación de un sistema cambiario más flexible en Costa Rica</i>	53
Proyecciones y Balance de Riesgos	5
5.1. <i>Proyecciones Combinadas para el período 2006-2007</i>	59
5.2. <i>Principales resultados de la Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas y de la primera Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación</i>	61
5.3. <i>Balance de Riesgos</i>	62

Índice de Recuadros

Recuadro 1

Mecanismos de transmisión de la política monetaria..... 18

Recuadro 2

Naturaleza de los sistemas de bandas cambiarias 39

Presentación

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) presenta el Informe de Inflación correspondiente al mes de enero, 2006. En esta ocasión, se analizan dos temas de trascendental importancia para que esta Institución cumpla adecuadamente con las responsabilidades que le ha asignado la sociedad, en procurar la estabilidad interna y externa de la moneda nacional, y que se encuentran claramente establecidas en su Ley Orgánica. En ambos temas, el BCCR ha dedicado durante los últimos cinco años una significativa cantidad de recursos para su estudio y determinar la viabilidad de su aplicación, dadas las características de nuestra economía. En función de lo anterior, dichos temas también han sido invitados recurrentes en varias ediciones anteriores del Informe de Inflación, como parte de los esfuerzos de esta Institución en proporcionar al público de una mayor información y elementos de juicio para evaluar la evolución de la economía y de la inflación y para promover una mayor transparencia en las acciones de política monetaria.

En primer lugar, se analiza el tema de la política monetaria bajo un esquema de Metas de Inflación (MI). Ya se ha mencionado en este Informe la necesidad imperiosa de efectuar una rigurosa revisión de nuestro régimen monetario, y dentro de las opciones disponibles para realizar una migración hacia otro tipo de régimen, el BCCR considera el esquema de MI como el más adecuado para nuestra economía. En este capítulo se abordarán tanto aspectos técnicos como operacionales de este esquema y algunas reformas previas que serían necesarias para iniciar su gradual implementación.

En segundo lugar, y estrechamente vinculado con el punto anterior, se aborda el tema de la flexibilización del régimen cambiario. Ya también se ha discutido en el Informe de Inflación que el régimen cambiario de minidevaluaciones reduce el margen de acción del BCCR para alcanzar menores tasas de inflación y que es necesario adoptar un régimen que permita implementar medidas más efectivas para el control de la inflación. Como se explicará más adelante en el contenido de este Informe, bajo un esquema monetario de metas de inflación, la única opción consistente es un régimen cambiario más flexible.

Si bien es cierto también se ha reconocido la existencia de una serie de restricciones adicionales que escapan del alcance del Banco Central y que limitan su capacidad para poder propiciar una reducción de la tasa de inflación, como lo son su elevado nivel de pérdidas cuasifiscales y la situación fiscal del Gobierno Central, estos elementos no deben limitar ni mucho menos impedir la toma de acciones complementarias en otros aspectos que sí son claramente responsabilidad de la autoridad monetaria.

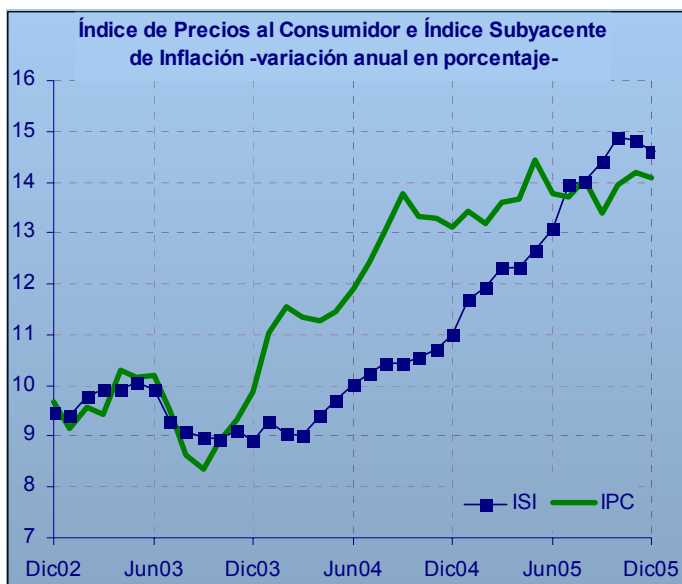
Existe un fuerte convencimiento, no solo a partir del análisis de la experiencia internacional sino también derivado del estudio llevado a cabo por parte del Banco Central acerca de la factibilidad de este tipo de reformas, de que su implementación de una manera gradual en el corto plazo, nos permitirá alcanzar una mayor efectividad e independencia de la política monetaria para reducir, en el mediano plazo, la tasa de inflación a niveles más cercanos a los estándares internacionales.

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

1.1. Evolución reciente de la economía

Al término del 2005 la economía costarricense tuvo nuevamente un deterioro en sus términos de intercambio, en una magnitud de 2,5%. No obstante, el desempeño macroeconómico del país fue satisfactorio por cuanto:

- i) El crecimiento del PIB real fue de 4,1%, resultado mayor al previsto en el Programa Monetario (3,2%) y en torno al producto potencial de la economía¹.
- ii) El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicó en un 4,8%, es decir, un 0,5% más alto que el observado al cierre del 2004. Sin embargo, este resultado estuvo principalmente influido por los incrementos en el precio internacional del petróleo y sus derivados.
- iii) Las reservas internacionales netas (RIN) de la Institución se ubicaron en el equivalente al 11,6% del producto, la relación más alta en la historia del BCCR.
- iv) El déficit del Sector Público Global Reducido (SPGR) se redujo y con ello se evitaron presiones adicionales sobre la demanda interna.



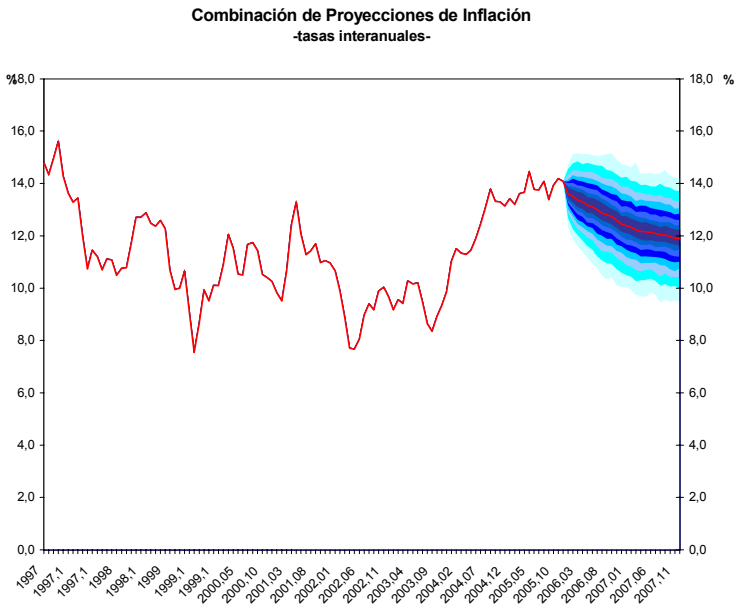
No obstante, la inflación medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó un 14,1% en el 2005, la tasa más alta observada al cierre de los últimos diez años y, cuatro puntos porcentuales (p.p.) superior al objetivo fijado por el Banco Central en su Programa Monetario de inicios del año. Un crecimiento más acentuado presentó la inflación subyacente (Índice Subyacente de

¹ Estimado con base en métodos estadísticos, práctica común en países que no disponen de estimaciones de funciones de producción.

Inflación – ISI -), indicador que mide la tendencia inflacionaria.

El desvío en la inflación respecto a lo programado, en buena medida tuvo su origen en choques externos que junto al incremento del tipo de cambio, se manifestaron en una aceleración de los precios de bienes transables. Sin embargo, aún con la naturaleza transitoria que normalmente se le atribuye a los choques de origen externo, al parecer su impacto en los precios domésticos provocó un deterioro en las expectativas de inflación y dificultó la desaceleración de la inflación debido a la elevada inercia inflacionaria presente en la economía costarricense.

1.2. Proyecciones Combinadas para el período 2006-2007



La técnica de la combinación de proyecciones de inflación permite hacer estimaciones bajo un escenario pasivo, es decir, sin las medidas de política por parte de la Autoridad Monetaria. Con información observada a diciembre del 2005, estas proyecciones dan por resultado inflaciones anuales del 12,4% en el 2006 y de 11,9% en el 2007. El gráfico de abanico adjunto, muestra la probabilidad de las proyecciones en el horizonte de proyección, es decir, 24 meses.

En un escenario activo con acciones de política, el BCCR pretende disminuir la inflación de manera que al término del próximo bienio la tasa de inflación se ubique en torno al 10%. Posteriormente, cuando se resuelvan las limitaciones en procura de lograr una mayor efectividad de la política monetaria, el BCCR podría reducir aún más la tasa de inflación a niveles similares a los de nuestros principales socios comerciales. Ello implicará capitalizar al BCCR y seguir

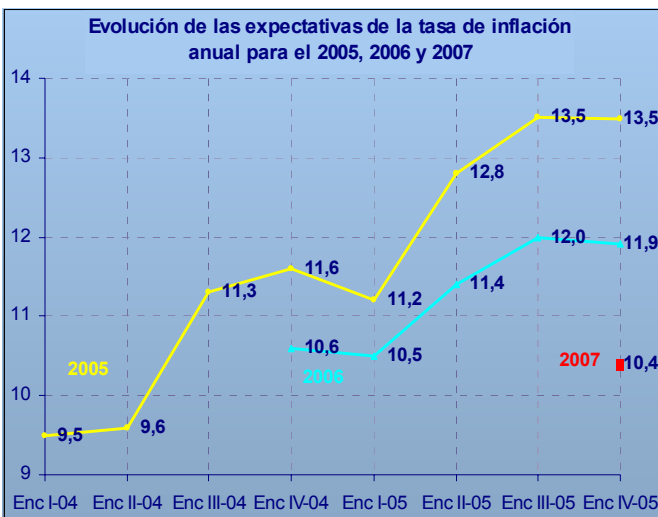
evaluando la posibilidad de la adopción de un nuevo régimen monetario denominado Metas de Inflación, bajo un esquema de transición ordenada.

1.3.Principales resultados de la Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas y de la primera Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación.

La Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas correspondiente al cuarto trimestre del 2005, mostró que las expectativas de inflación para dicho año se mantuvieron en el mismo nivel que se observó en la encuesta correspondiente al trimestre anterior (III-2005), con un valor medio de 13,5% a diciembre del 2005.

En lo que se refiere a las expectativas de inflación para el 2006, el comportamiento fue idéntico en el último trimestre del año pasado, ya que se mantuvieron prácticamente estables alrededor del valor de un 12%.

El Índice de Confianza para la Inversión según los Analistas Económicos (ICAE) mostró una importante mejora en la confianza para la inversión respecto a las últimas encuestas trimestrales. El ICAE creció alrededor de 16 puntos porcentuales respecto a su nivel anterior y se ubicó en 38,9, valor que aún así continúa siendo bajo.



1.4.Balance de Riesgos

Con base en el análisis de las perspectivas para la economía mundial realizado por el Banco Mundial, los principales factores de riesgo de carácter externo para las economías, están dados por las restricciones prevalecientes en el mercado de petróleo

que traerían nuevos incrementos en los precios de los combustibles y la posibilidad de aumentos en las tasas de interés.

Los factores de riesgo de índole doméstico que podrían afectar el cumplimiento de los objetivos trazados por el BCCR para el bienio 2006-2007, son principalmente:

i) Dos proyectos pendientes de aprobación por parte de la Asamblea Legislativa que podrían tener implicaciones favorables en el desempeño económico del país son la reforma fiscal y el Tratado de Libre Comercio (TLC).

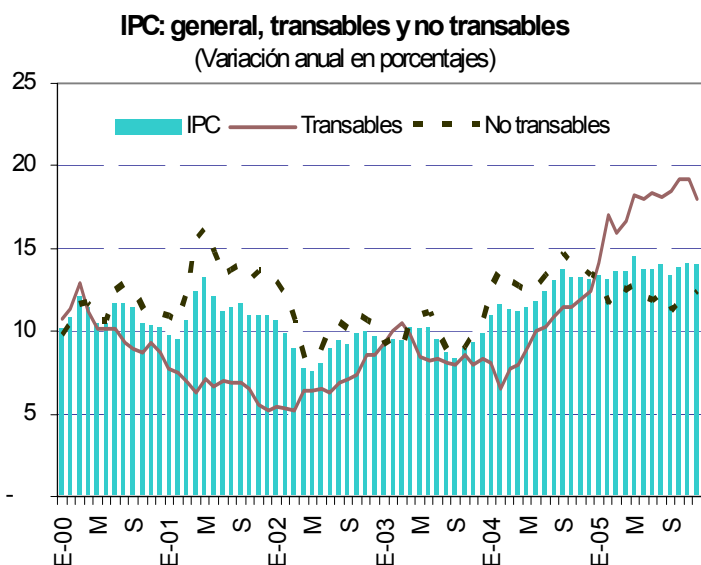
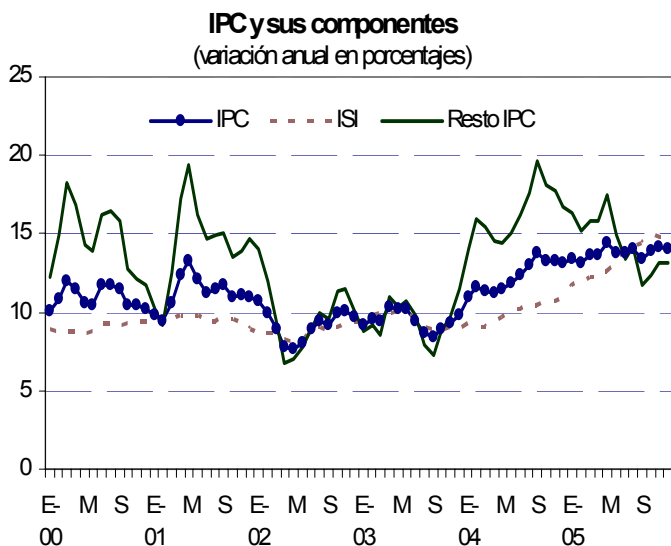
ii) Los incrementos en los bienes y servicios regulados, así como la política salarial del Gobierno, podrían dificultar la tarea de reducir la inflación.

iii) El hecho de que las expectativas de los agentes económicos en cuanto a la inflación, no converjan hacia lo que el BCCR prevé sea el nivel de inflación, sería un factor que complicaría al BCCR alcanzar dichos objetivos.

En este apartado se presenta una caracterización de la inflación interna en el 2005, y de seguido se analizan tres elementos que podrían explicar el comportamiento del indicador: i) la evolución de la economía mundial, pues su comportamiento incide, por la vía de las relaciones con el sector externo, sobre la producción, la demanda agregada y los precios de la economía costarricense; ii) la oferta y demanda agregada, con el fin de identificar la posible existencia de presiones inflacionarias y; iii) los principales rasgos del sector monetario, en el tanto excesos de liquidez se pueden traducir en presiones futuras sobre la demanda interna.

El 2005 se caracterizó por la persistencia de altas tasas de inflación interna, que fueron una preocupación constante para la Autoridad Monetaria. La inflación, medida por la variación anual del IPC, fue de 14,1%, indicador que no solo superó en más de cuatro p.p. el objetivo inflacionario planteado por la Institución a inicios de año, sino también fue el resultado más alto observado al cierre de los últimos diez años.

A su vez, el Índice Subyacente de Inflación (ISI), que mide la tendencia de mediano plazo, creció a una tasa anual de 14,6%, variación que superó en 5,4 p.p. a la tasa media del período enero 2000-mayo 2004, cuando la norma fueron cambios anuales inferiores al 10%. Por su parte, el componente no subyacente de la inflación acumuló un crecimiento del 13,2%.



² Este capítulo es similar, en su mayor parte, a la sección 2 del documento del Programa Monetario 2006-2007, DM-032-2006, del 20 de enero de 2006; el cual fue aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en sesión N°2563-2006, art. 8, celebrada el 25 de enero de 2006.

Este comportamiento alcista en la inflación ha sido foco de atención por parte del BCCR, que desde el 2004 endureció su política monetaria, sin que ello se tradujera en mejoras significativas en la evolución de los precios internos. Particularmente debe destacarse que:

a) El índice de precios de bienes transables, que comprende aquellos afectados, en forma directa e indirecta, por los precios internacionales y por el tipo de cambio, mostró una variación anual de 18% en el 2005 (12,5% un año atrás) y reflejó, en buena medida, el aumento en las cotizaciones internacionales del café, hidrocarburos y de la carne de res, cuyo efecto fue trasladado de manera importante a los precios domésticos; esta situación fue reforzada con la variación de 8,3% en el precio en colones del dólar estadounidense.

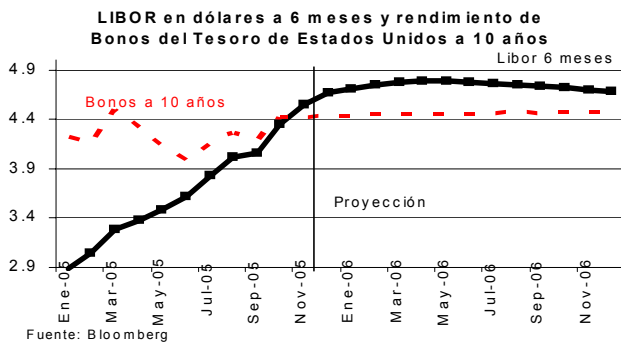
El aporte de los bienes transables a la variación anual del IPC fue de 5,3 p.p., y específicamente destaca lo siguiente:

- El aporte directo de los combustibles a la variación anual del IPC fue de 0,6 p.p.
- Los precios del café y del rubro de “carnes y embutidos” registraron incrementos importantes en el 2005 (78% y 22%, en ese orden) y su aporte a la variación del IPC fue de 1,3 p.p. y 1,6 p.p.. En el caso particular del café el traslado hacia el mercado interno del efecto de las mayores cotizaciones internacionales fue posible dada la alternativa de comercialización en el mercado internacional.

Por su parte, el precio de los bienes y servicios no transables aumentó en un 12,4% en el 2005, si bien un punto porcentual por debajo de la variación registrada un año atrás, superó la observada en períodos previos al 2004. El

comportamiento de este índice en el 2005 se podría atribuir, en parte, al efecto indización del precio de ciertos bienes y servicios (como consecuencia de ajustes salariales y ajustes en función de la inflación pasada, entre otros), pues los precios de los componentes “bienes agrícolas” y “servicios regulados” mostraron un menor crecimiento en relación con las tasas observadas en el 2004.

En el grupo “servicios regulados” cuyo incremento fue de un 12,9%, hay que hacer la salvedad de la partida de transporte, que creció en 20,8% (11,5% en el 2004) y aportó un 1,4 p.p. al crecimiento anual del IPC; ese comportamiento en buena medida refleja lo acontecido con los combustibles.



b) La aceleración de la inflación subyacente respondió, en gran medida, a la evolución de los precios de los bienes alimenticios (particularmente el efecto del café, carnes y embutidos fue significativo), que en conjunto explicaron un 58% del crecimiento anual del ISI. Es necesario acotar que los servicios del ISI también mostraron una aceleración de aproximadamente tres p.p. con respecto al crecimiento registrado en el 2004, cuando la tasa se ubicó en un 8,8%.

2.1. Entorno externo

Tres elementos caracterizaron la evolución de nuestros principales socios comerciales en el 2005, a saber:

a) Una desaceleración en el crecimiento económico, en buena medida, afectada por altos precios de petróleo, una política monetaria menos expansiva en Estados

Unidos³ y el efecto de catástrofes naturales de grandes dimensiones, como el tsunami en Asia, huracanes en Estados Unidos y países caribeños y terremotos en Medio Oriente. El efecto de estos fenómenos se vio, en parte, contrarrestado por condiciones favorables en los mercados financieros internacionales y el lento ajuste de las tasas de interés de largo plazo.

b) Un ligero repunte en la inflación mundial, a pesar del fuerte incremento en el precio del petróleo. El crecimiento de la demanda mundial de bienes básicos y materias primas tuvo un efecto moderado en las presiones inflacionarias, en razón de la capacidad excedente en las economías industrializadas, la credibilidad en las políticas de los bancos centrales y el crecimiento de la productividad en los Estados Unidos.

Particularmente en el último año el precio del barril de petróleo aumentó en más de 36%⁴, afectado por la solidez de la demanda mundial, las restricciones en cuanto a la capacidad de la infraestructura para ajustarse a la demanda, los factores de tipo climático y los riesgos geopolíticos, que variaron las tendencias de precios para el largo plazo.

c) Una favorable participación de las economías emergentes en los mercados financieros internacionales, sustentada en una abundante liquidez a nivel internacional, la fuerte demanda por bonos soberanos y, en general el buen manejo macroeconómico de éstas. Lo anterior incidió en la reducción que presentó el spread de los bonos soberanos para las economías latinoamericanas, que calculado con el

³ El mayor precio de combustibles, el aumento en costos laborales, el desequilibrio de la cuenta corriente y la necesidad de corregir el precio de activos inmobiliarios, llevaron a la Reserva Federal a una política monetaria menos laxa, en procura de la estabilidad de precios. En el 2005 el ajuste en su tasa de interés fue de 2,0 p.p.

⁴ El promedio simple del precio del barril de crudo de las variedades U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate fue de \$38 en el 2004, y de \$51,9 en el 2005. Este comportamiento quedó manifiesto en el precio medio del barril de coctel de hidrocarburos que importa Costa Rica, que pasó de \$43,9 a \$61,5 entre ambos años.

EMBI Latin⁵ fue de 385 p.b. para los primeros 10 meses del 2005, inferior en 169 p.b. al de igual lapso del 2004.

Desde el punto de vista de su impacto sobre el desempeño de la economía costarricense destacan básicamente los siguientes aspectos:

a) La desaceleración del crecimiento económico mundial no restó dinamismo a la demanda externa por bienes y servicios costarricenses. Particularmente se estima que las catástrofes naturales antes comentadas tuvieron un efecto positivo importante en las actividades relacionadas con el turismo receptivo.

b) Dada la estructura productiva de Costa Rica, la evolución de las cotizaciones internacionales de materias primas se reflejó en un deterioro importante en los términos de intercambio y, afectó negativamente la evolución de los precios internos (situación no observada en los indicadores de inflación mundial) y el resultado en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Costa Rica: tasas anuales de crecimiento de la oferta y demanda global en términos reales por componentes

	2003	2004	2005
Oferta Global	4,5%	5,8%	6,4%
PIB	6,4%	4,1%	4,1%
Importaciones	0,9%	9,1%	10,8%
Demanda Global	4,5%	5,8%	6,4%
Demanda Interna	1,0%	4,6%	3,6%
Consumo privado	3,2%	3,3%	3,1%
Consumo Gobierno	-0,3%	1,3%	0,0%
Form. Bruta capital fijo y existencias	-4,5%	9,8%	6,5%
Demanda Externa	12,0%	8,2%	11,8%
Exportaciones de bienes y servicios	12,0%	8,2%	11,8%

2.2. Oferta y demanda agregadas

Se estima que la disponibilidad de bienes y servicios a precios constantes en la economía costarricense (oferta global) registró una aceleración de 0,6 p.p. en el 2005, al crecer a una tasa de 6,4%.

Ese comportamiento estuvo determinado, en mayor medida, por el aporte de las importaciones de bienes y servicios que aumentaron un 10,8%, impulsadas principalmente por las compras externas de bienes, en particular de materias primas destinadas a la producción de las zonas

⁵ Es el Índice de Bonos de los Mercados Emergentes Latinoamericanos (The Emerging Markets Bond Index) que da seguimiento a los retornos de los instrumentos de deuda externa de los mercados emergentes.

francas, pues los servicios importados más bien mostraron una desaceleración. La oferta de bienes importados aportó 3,7 p.p. al crecimiento de la oferta global.

Por su parte, el Producto Interno Bruto creció a igual ritmo que el año previo (4,1%) y mantuvo su aporte al crecimiento de la oferta global. Ello aún cuando fue notoria la mejoría en la producción agropecuaria y la manufacturera destinada al mercado externo.

Desde la óptica de la demanda, el componente externo mostró una mayor tasa de crecimiento (11,8% contra 8,2% en el 2004), en tanto que la demanda interna creció en 3,6%, un p.p. menos que lo observado un año atrás.

Es importante indicar que, el crecimiento de la demanda interna superó la variación real del ingreso nacional disponible bruto (3%), situación que quedó de manifiesto en una mayor propensión media a gastar, la cual mostró un incremento de 0,5 p.p. y derivó en un aumento similar en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos con respecto al ingreso y, en un mayor financiamiento externo. El mayor financiamiento externo no solo permitió atender esas necesidades sino también acumular reservas internacionales, con el consecuente efecto expansivo sobre la liquidez de la economía.

La desaceleración en el crecimiento de la demanda interna reflejó una menor contribución de las existencias y del gasto en consumo final, que atenuó el impacto en el gasto interno del repunte de la inversión en capital fijo. Así, el incremento en la propensión media a gastar estuvo determinado por la evolución de la formación bruta de capital, incluida la variación de inventarios. Particularmente a

nivel de los componentes de esta demanda se tiene que:

a) El gasto en consumo final de los hogares creció alrededor de 3,1% (0,2 p.p. menos que un año atrás), desaceleración que reflejó el moderado crecimiento de los ingresos salariales. A su vez, la evolución de los ingresos salariales estuvo determinada por la mayor generación de puestos de trabajo, cuyo efecto fue parcialmente compensado por el estancamiento en los salarios medios⁶. Se estima que el incremento observado en el financiamiento para consumo por parte del sistema bancario permitió moderar la desaceleración en el consumo.

b) El gasto de consumo final del Gobierno General se estancó, producto especialmente de una política fiscal austera, manifiesta entre otros, en una contracción en las compras de bienes y servicios, y del moderado incremento en el rubro de sueldos y salarios. Este comportamiento de las finanzas públicas contribuyó a no generar presiones excesivas sobre la demanda y, en consecuencia sobre la evolución de los precios internos.

c) Por su parte, la formación bruta de capital fijo mostró un crecimiento acelerado (6,6% frente a -0,5% en el 2004) dado el impulso del componente de bienes de capital (9,2%), afectado en gran medida por el incremento en la inversión de empresas amparadas al régimen de Zonas Francas. Por el contrario, la inversión en nuevas construcciones (3,1%) mostró menor dinamismo, en respuesta al comportamiento de las obras civiles privadas y públicas, estas últimas reflejo de medidas de contención del gasto público.

⁶ De acuerdo con el Índice de Salarios Mínimos Reales estos crecieron un 0,2%. Sin embargo, otros ingresos de los hogares se vieron afectados negativamente, pues el ingreso medio real de las familias mostró un descenso de 3,9%, según los resultados de la Encuesta Nacional de Hogares de Propósitos Múltiples.

Dados estos resultados y una variación del deflactor implícito del producto del orden del 11,9%, se estima un crecimiento nominal del PIB en torno al 16,5% en el 2005, en tanto que la demanda interna estaría creciendo alrededor de un 17,6%. Este exceso de demanda llevó a un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos cercano al 4,8% del producto, similar al proyectado en la revisión del programa monetario, pero superior al 4,3% del 2004.

La mayor necesidad de ahorro externo respondió, entre otros, a la reducción en los términos de intercambio en el 2005, afectada en buena medida por el mayor precio del petróleo y de otras materias primas. Este último efecto estuvo parcialmente compensado por un buen desempeño de los precios del café y de otros bienes manufacturados destinados principalmente al mercado centroamericano, así como de los precios de los servicios exportados, entre ellos los asociados a la actividad turística. Particularmente se observó lo siguiente:

a) Las exportaciones de mercancías generales crecieron un 12,1%, como reflejo del dinamismo de las ventas de productos no tradicionales (principalmente piña, melón y botánicos) y productos industriales.

b) Las ventas de las empresas amparadas a los regímenes especiales, concentradas en actividades de zonas francas, crecieron un 12,3%.

c) Por su parte, el valor de las compras externas aumentó 15,5%, dadas las mayores importaciones de mercancías generales. Destacó el efecto del incremento en el valor de la factura petrolera (el precio medio por barril del coctel de hidrocarburos aumentó en \$17,6 y, además la cantidad importada subió en un 2%). Se estima que este efecto ascendió a \$299,3 millones, un 35% del

Balanza de Pagos de Costa Rica
Millones de dólares

	2003 ^{1/}	2004	2005 ^{2/}
I. Cuenta corriente	-880,1	-795,9	-950,5
Bienes	-1.543,4	-1.954,7	-2.460,3
Servicios	1.230,4	1.390,7	1.655,0
Renta	-775,9	-444,3	-418,9
Transferencias corrientes	208,8	212,4	273,7
II. Cuenta de capital y financiera	1.218,9	876,1	1.341,4
A. Cuenta de capital	27,4	9,4	0,0
B. Cuenta Financiera	1.191,5	866,7	1.341,4
Sector público	281,6	74,9	-71,9
Sector privado	909,9	791,8	1.413,3
Inversión directa	575,1	617,3	653,2
Resto de capital privado	334,8	174,5	760,1
III Activos de reserva (- aumento, + disminución)	-338,8	-80,2	-390,9

1/ Los datos del 2003 contemplan ajustes de metodología recientemente incorporados.

2/ Preliminar.

aumento en las importaciones regulares realizadas por el país.

d) El aporte de la cuenta de servicios subió cerca de 1 p.p. del PIB, siendo un elemento fundamental en este comportamiento el incremento del turismo receptivo (17%, de las tasas más altas en los últimos años).

Por su parte, el financiamiento neto al país registró un aumento significativo durante el 2005, sobretodo el canalizado al sector privado. Mientras en el 2005 el sector público fue pagador neto, el sector privado recibió financiamiento por el equivalente a 7,1% del PIB⁷.

A pesar del mayor déficit en cuenta corriente, los flujos netos de capital externo no solo fueron suficientes para financiarlo, sino también para permitir una acumulación de activos externos. En efecto, las reservas internacionales netas en poder del BCCR aumentaron en \$390 millones y su saldo alcanzó \$2.308 millones, monto equivalente a un 11,6% del producto. Este nivel se considera adecuado de acuerdo con los indicadores más utilizados para medir la suficiencia de reservas, pues se estima que ayudarían a afrontar crisis de liquidez y a sobrellevarlas de una forma adecuada⁸.

No obstante, la acumulación de reservas por parte del BCCR en el 2005 dificultó la ejecución de la política monetaria, pues constituyó la principal fuente de monetización de recursos.

⁷ Destaca la Inversión Extranjera Directa, los créditos comerciales y los préstamos tanto a corto como a largo plazo. Se estima que el incremento en las tasas internas de interés fue un factor que atrajo capital externo.

⁸ Este saldo es equivalente a 4,2 meses de importaciones regulares, 2 veces la base monetaria y 1,6 veces el monto de deuda externa de corto plazo según vencimiento residual; los valores mínimos recomendados en cada caso son 3, 1, y 1, en ese orden. Este nivel también supera el recomendado por el Fondo Monetario Internacional para economías emergentes (\$2.186 millones estimado para Costa Rica), el cual considera además de la deuda externa de corto plazo, un 20% del agregado monetario M2 que en tiempos de crisis los residentes de la economía podrían transformar rápidamente en activos externos.

Es necesario recordar que, la acumulación de reservas internacionales lleva asociada un deterioro en las finanzas de la Institución, en la medida que el ingreso que generan esos recursos es inferior al costo de neutralizar la expansión de liquidez asociada a ella. Ello agrava aún más el ya comentado problema de las pérdidas del BCCR, cuya monetización debe ser neutralizada con emisión de nueva deuda. Las pérdidas del BCCR alcanzaron en el 2005 una suma equivalente al 1,4% del PIB.

El déficit del BCCR unido al resultado financiero del sector público⁹ llevó a un déficit del Sector Público Global Reducido de 2,2% del producto, bastante más bajo que el observado un año atrás y que pone de manifiesto, principalmente, acciones de contención del gasto público y medidas que procuraron mejorar la recaudación tributaria

En síntesis, cuatro características destacan de este aparte:

- i. La actividad económica fue impulsada por la demanda externa, toda vez que la demanda interna mostró una desaceleración.
- ii. La propensión media a gastar de la economía se incrementó y presionó las necesidades de financiamiento, necesidades que fueron atendidas con ahorro externo.
- iii. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se incrementó, producto de un mayor exceso de gasto del sector privado, pues el del sector público se estancó.
- iv. El mayor déficit del sector privado reflejó, en buena medida, el comportamiento de la formación bruta

Déficit del Sector Público Global Reducido
(como porcentaje del PIB)

	2004	2005 ^{1/}
Déficit SPGR	3.6%	2.2%
Gobierno	2.8%	2.0%
Resto SPNF (superávit)	-0.4%	-1.2%
BCCR	1.3%	1.4%

1/ Preliminar.

⁹ Gobierno Central e Instituciones Autónomas.

de capital por parte de empresas amparadas al régimen de zonas francas, por lo que dicho comportamiento no solo se manifestó en mayores importaciones, sino también contó con el financiamiento requerido por parte del sector externo.

2.3. Agregados monetarios y crediticios

En términos generales, los agregados monetarios y crediticios presentaron en el 2005 un crecimiento superior al previsto en el Programa Monetario y al observado en años previos. Ello constituyó un indicador de alerta acerca de la existencia de excesos de liquidez en la economía y de la necesidad de endurecer la política monetaria, buscando a su vez prudencia en las acciones, pues el esquema de mini-devaluaciones unido a la apertura de la cuenta de capitales, introduce un alto grado de endogeneidad a la oferta monetaria y, en consecuencia debilita el efecto restrictivo de las medidas.

El comportamiento de los medios de pago reflejó una mayor expansión de la base monetaria, compensada parcialmente por una disminución del multiplicador bancario del dinero; esto último en parte reflejo del aumento en la tasa de encaje mínimo legal y del mayor traslado de recursos de la banca hacia las inversiones de corto plazo del BCCR.

Base monetaria 2005: Factores de expansión y contracción Flujos anuales en millones de colones

Factores Expansivos		523,064
Efecto monetario operaciones cambiarias ^{1/}		398,108
Moned	938,531	
Compras Directas	151,577	
Monetización del Gobierno	82,771	
Demanda divisas del sector público	(774,772)	
Pago de títulos deuda pública interna	(104,549)	
Importaciones y deuda externa	(670,223)	
Efecto monetario déficit BCCR		110,218
Depósitos Gob M/N		9,629
Depósitos OIF M/N		5,109
Factores Contractivos		388,182
BEM colocación directa		246,700
ICP		140,194
Otros contractivos		1,289
Cambio anual Base monetaria		134,882

^{1/} La estimación del efecto monetario de la acumulación de RIN no contempló la monetización de los depósitos en dólares que mantenía el Gobierno en el BCCR.

Por el lado del origen, la expansión de la base monetaria estuvo determinada por¹⁰: i) una activa participación del BCCR como comprador neto en el mercado privado de cambios¹¹, que permitió atender la demanda de dólares por parte del sector público y fortalecer la posición de reservas internacionales; ii) un incremento en las pérdidas de la Institución¹² y; iii) el uso de recursos de Gobierno depositados en el BCCR, tanto en moneda nacional como la monetización de los depósitos en dólares. Estos movimientos fueron parcialmente compensados con un incremento en el saldo de OMA, que superó con creces lo observado el año anterior.

No obstante, como se indicara con anterioridad, la mayor absorción monetaria por la vía de OMA no logró compensar las monetizaciones en exceso originadas en la acumulación de activos externos por parte del Banco Central y el déficit de la Institución, situación que quedó de manifiesto en desvíos importantes de los principales agregados monetarios con respecto a los niveles previstos.

Por su parte, en diciembre del 2005 el ahorro financiero interno, medido por el indicador de liquidez total del Sistema Bancario Nacional (M3) aumentó un 21,7% en relación con el año previo, lo que permitió mantener alta la razón del agregado con respecto al producto (en torno al 41%), relación que había experimentado un aumento importante en el 2004, a raíz del traslado de recursos de las carteras administradas (fondos de inversión y de pensión) hacia figuras bancarias.

¹⁰ Por el lado de los usos, un 60% de la variación anual de la base monetaria estuvo determinada por una mayor demanda por reservas bancarias, principalmente para atender el incremento en la tasa de encaje. El 40% restante puso de manifiesto una mayor demanda de numerario por parte de los agentes económicos.

¹¹ Recursos que se estima provinieron de un mayor ingreso neto por turismo, una mayor liquidación de dólares asociada al sector comercio, la preferencia por títulos en moneda nacional ante el incremento en el premio por ahorrar en colones, particularmente en el caso de títulos públicos y, una entrada neta de capital externo.

¹² Reflejó mayores gastos de estabilización monetaria, producto de un efecto cantidad y de un efecto precio.

El destino de ese ahorro financiero presentó un cambio importante en el 2005. En particular, el menor financiamiento al sector público por la vía de tenencia de títulos públicos, unido al incremento en la captación, llevaron a una mayor disponibilidad de recursos para ser canalizada hacia el sector privado y a la acumulación de activos externos netos.

Se estima que la relativa estabilidad en las tasas de interés activas en el 2005 (aumentaron 0,5 p.p., en promedio), así como estrategias agresivas para incentivar el crédito por parte de las entidades bancarias, constituyeron condiciones favorables para fomentar la demanda de crédito. Particularmente en el 2005 el crédito al sector privado mostró dos características: i) un creciente acceso al crédito por parte de los hogares, tanto para el consumo como para la vivienda y, ii) continuó la tendencia hacia la dolarización de la cartera (situación parcialmente explicada por el régimen cambiario imperante), a pesar de los esfuerzos realizados en la primera parte del año, particularmente por la banca estatal, para incentivar las operaciones denominadas en colones.

Resumiendo, el estudio de las variables macroeconómicas lleva a las siguientes conclusiones:

a) La evolución del gasto interno sugiere que la aceleración de los principales indicadores de precios no obedece a presiones de demanda interna sino a factores difíciles de controlar por medio de política monetaria. Como se comentó con anterioridad, el crecimiento estimado para el gasto en consumo final (2,7%) en el 2005 fue inferior en 0,3 p.p. al del año previo, reflejo de una menor tasa de crecimiento del

consumo de los hogares y de un estancamiento del consumo del gobierno.

b) El desvío de la inflación con respecto al objetivo establecido en el Programa Monetario responde, en buena medida, al efecto directo de choques de oferta de origen externo. Sin embargo, a lo largo del 2005 la aceleración de la inflación adoptó un comportamiento más generalizado, reflejándose en bienes y servicios no afectados directamente por choques de oferta.

Este último comportamiento podría estar asociado con factores de índole inercial, plasmados en contratos, salarios, ajustes de precios y tarifas de bienes y servicios regulados, así como el efecto que las variaciones en el tipo de cambio tiene sobre determinados bienes y servicios.

Además, de acuerdo con la Encuesta Trimestral de Perspectivas Económicas que realiza el BCCR, las expectativas del público en materia de inflación para el cierre del 2005 fueron crecientes¹³, por lo que se amplió la brecha entre estas expectativas y el objetivo inflacionario. Esta situación pudo haber incidido en el comportamiento de los precios, en la medida en que indujo a realizar ajustes en función de la inflación pasada o bien de las expectativas inflacionarias.

¹³ En febrero del 2004 el público estimó que al cierre del 2005 la inflación medida por el IPC rondaría el 9,5%, sin embargo a lo largo del 2004 y del 2005 estas expectativas mostraron un comportamiento creciente hasta ubicarse en un 13,5% en la encuesta realizada en noviembre del 2005.

La política monetaria ha emergido como una de las responsabilidades más críticas de los gobiernos. Más aún, de todas las herramientas que posee el Estado para influenciar la economía, la política monetaria es la que ha probado ser el instrumento más flexible para alcanzar los objetivos de estabilización de mediano y largo plazo. A diferencia de la política fiscal, la cual tiene múltiples objetivos y además depende del lento y a veces no tan claro proceso legislativo, la política monetaria puede ser ajustada rápidamente en respuesta a los desarrollos macroeconómicos.

Durante la última década ha crecido el consenso alrededor del mundo sobre el hecho de que el principal objetivo de la política monetaria debe ser el control de la inflación. De hecho, la inflación ha alcanzado los niveles más bajos desde 1960 en la mayoría de los países. Con esa meta en mente, es cada vez mayor el número de países que han introducido reformas en sus esquemas de política monetaria que buscan asegurar los logros obtenidos en cuanto a la estabilidad de precios y fortalecer el crecimiento económico.

En el caso de Costa Rica, la preocupación por la estabilidad de precios como objetivo fundamental de la política monetaria se establece en la Ley 7558 de noviembre de 1995, al asignar al Banco Central de Costa Rica como su principal objetivo la estabilidad interna y externa de la moneda nacional.

Para alcanzar ese objetivo se requiere de una estrategia de política que debe diseñarse pensando en un horizonte relativamente lejano y que debe estar apoyada en una estructura analítica para cuya construcción se requiere de una serie de herramientas que permitan, entre otras cosas, una clara percepción de los efectos de la política monetaria, el mecanismo de transmisión de la misma y el grado de rezago con que opera. Paralelo a ello, es necesario también lograr un adecuado entendimiento del entorno macroeconómico y de la dinámica misma de la inflación.

Tradicionalmente, la política monetaria en Costa Rica se ha formulado con una visión de corto plazo, lo cual en buena medida fue condicionado en un inicio por la necesidad de cumplir con los diferentes convenios establecidos con el FMI, característica que aún en la actualidad se mantiene a pesar de que el país no mantiene un convenio con dicha institución desde hace más de diez años. Esto ha limitado el margen de acción del Banco Central en lo que se refiere al diseño de una política monetaria que busque "mirar hacia adelante".

Si bien, hasta el 2003, el país hizo progresos importantes en cuanto al control de la inflación, estos no fueron suficientes para llevar el crecimiento de los precios hacia niveles más cercanos a los estándares internacionales. Por lo anterior, es necesario desarrollar una estrategia para conducir la política monetaria de manera que permita asegurar los logros obtenidos y que contribuya a lograr una estabilidad y crecimiento sostenidos en el futuro. Con este fin, el Banco Central de Costa Rica está evaluando la posibilidad de desarrollar una estrategia de meta explícita de inflación (Inflation Targeting). Este esquema es de muy reciente aplicación alrededor del mundo. Entre los países industrializados que han adoptado esta estrategia a partir de la década de los noventa, se pueden citar a Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido, Suecia, Finlandia, Australia y España. Desde que Chile e Israel adoptaron el esquema a principios de la década de los noventa, otros países emergentes los han seguido como es el caso de Brazil, Colombia, República Checa, Hungría, Corea del Sur, México, Perú, Filipinas, Polonia, Sudáfrica y Tailandia¹⁴.

Esta estrategia consiste en desarrollar una estructura para la política monetaria, caracterizada por el anuncio público oficial de metas cuantitativas para la tasa de inflación para un horizonte de dos o más años y por el reconocimiento explícito de que el principal objetivo de largo plazo de la política monetaria es el logro de niveles de inflación bajos y

¹⁴ Véase a Frederic S. Mishkin y Klaus Schmidt-Hebel, "One decade of inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know? NBER Working Paper Series, Julio 2001.

estables. Otros elementos importantes del esquema son: un esfuerzo vigoroso para comunicar al público los planes y objetivos de la autoridad monetaria y, en muchos casos, mecanismos que fortalezcan el compromiso del banco central en el logro de ese objetivo¹⁵.

En razón del creciente interés que durante la última década ha despertado este esquema de política monetaria y su creciente implementación alrededor del mundo, desde hace aproximadamente cinco años, el Banco Central de Costa Rica inició el estudio de este relativamente nuevo esquema de política monetaria¹⁶. Este estudio se ha efectuado, no solo acudiendo a medios que se pueden considerar tradicionales en la investigación económica (consulta de referencias bibliográficas, revisión de las experiencias en otros países, consulta de la opinión de expertos a nivel internacional), sino que además se utilizaron otros recursos un poco más ambiciosos como son la capacitación de personal en el exterior, contratación de asesoría de expertos a nivel internacional sobre la materia, visita o pasantías en algunos bancos centrales latinoamericanos que han adoptado dicho esquema monetario, así como la coordinación de visitas de algunas misiones de expertos del Fondo Monetario Internacional (FMI) para que evaluaran el grado de avance en esta materia por parte del Banco Central de Costa Rica y también para exponerles las estrategias y planes de acción que el Instituto Emisor piensa aplicar en el corto plazo, con el fin de implementar gradualmente el cambio de régimen monetario en nuestro país.

Seguidamente se comentarán algunos aspectos que se considera son medulares tanto en el ámbito conceptual como operativo bajo un sistema de metas de inflación, los cuales se espera que cumplan el

¹⁵ Para obtener un mayor detalle de los componentes de un esquema de política monetaria de metas de inflación, puede consultarse el Informe de Inflación correspondiente a los meses de julio 2003 y julio 2005, en los cuales se incluyeron algunos capítulos en que se explica su funcionamiento así como también algunas otras referencias bibliográficas adicionales sobre el tema.

¹⁶ Como culminación de este proceso de estudio y evaluación técnica del nuevo régimen monetario, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en su Sesión No 5229-2005, artículo 11, celebrada el 5 de enero del 2005, aprobó el **Plan Estratégico Maestro** de esta institución para el período 2005-2009, en el cual se estableció como uno de los proyectos estratégicos del Banco Central el que se denomina **Esquema de Meta Explícita de Inflación para Costa Rica**, como una propuesta de cambio al régimen actual de política monetaria.

objetivo de continuar difundiendo las principales características de este nuevo régimen, a la luz de su implementación en el corto plazo en nuestro país.

3.1. Una nueva ancla nominal en la economía

Como ya se mencionó, uno de los tópicos que más se han discutido durante las últimas décadas es responder a la interrogante de cuál es la principal labor de un banco central. El consenso fue que los bancos centrales pueden implementar de una mejor manera su política monetaria si poseen un ancla nominal para guiar dicha política y mantener las expectativas de inflación alineadas con el objetivo o meta inflacionaria del banco central.

Debido a que el principal objetivo de la política monetaria debe ser la estabilidad de precios, cualquier régimen monetario debe contar con un ancla nominal de algún tipo para que sea exitoso. El ancla nominal promueve la estabilidad pues ayuda a contener las expectativas de inflación a través de la restricción que impone al valor de la moneda doméstica.

A través de la historia, se han utilizado distintos tipos de anclas nominales fijas para la política monetaria. La más antigua de ellas es la que se denominó patrón oro. Este tipo de ancla fijaba el precio de la moneda de un país a una unidad metálica estandarizada como el oro¹⁷, la cual se utilizó inclusive hasta las primeras décadas del siglo XX. Luego, a mediados de la década de los cuarenta y principios de los setenta de ese mismo siglo, se utilizaron también anclas de tipo de cambio, las cuales fijaban el precio de la moneda de un país en términos del precio de la moneda de otro, o del precio de una canasta de monedas de varios países. Posteriormente, y procurando una mayor flexibilidad en el manejo monetario, algunas economías industrializadas y emergentes se empezaron a mover hacia anclas nominales móviles, basadas en crecimientos deseados de una variable

¹⁷ Véase a Torres, Carlos. “Anclas nominales para la política monetaria, función de pérdida de la Autoridad Monetaria y regla de política monetaria”, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica, Marzo 2004.

nominal objetivo, como por ejemplo los agregados monetarios o el ingreso nominal.

Sin embargo, desde finales de la década de los ochenta los agregados monetarios llegaron a ser muy difíciles de controlar debido a la inestabilidad de la demanda por dinero, al mismo tiempo que las crisis financieras internacionales contribuían a diseminar el colapso de los esquemas de tipo de cambio rígidos alrededor del mundo. Como resultado, muchas economías emergentes adoptaron el esquema de metas de inflación (MI) como la única ancla nominal viable para guiar el diseño de la política monetaria, desechando con dicha decisión la utilización de un agregado monetario o el tipo de cambio.

El principal objetivo que se persigue al adoptar un esquema de MI es el de utilizar las expectativas inflacionarias como ancla nominal para controlar la inflación, en vez de utilizar un agregado monetario o el tipo de cambio. La manera de llevar a cabo lo anterior es por medio de un compromiso creíble por parte del banco central en mantener la inflación baja y estable.

Sin embargo, para lograr esto es necesario que el banco central haya adquirido suficiente credibilidad y confianza en los agentes económicos, alcanzando una adecuada reputación en el combate de la inflación.

El éxito del régimen depende de anclar las expectativas inflacionarias por parte del público alrededor de la meta definida por el Banco Central. Por tanto, la intervención del Banco Central será para combatir las tendencias que impidan alcanzar la meta de inflación.

De esta manera, los agentes económicos reconocen el compromiso de la autoridad monetaria en alcanzar la inflación propuesta, lo que coadyuva a que la meta de inflación y las expectativas estén alineadas.

Este tipo de estrategia supera las desventajas de los regímenes basados en metas para el tipo de cambio y mantiene las ventajas de los regímenes basados en metas monetarias. Es decir, permite al banco central actuar para moderar las consecuencias de choques domésticos en la economía. Sin embargo, no depende de la existencia de una relación estable entre la inflación y los agregados monetarios.

Una implicación de este cambio del ancla nominal utilizada por la política monetaria, será la modalidad para la determinación del tipo de cambio en la economía. Dado que la meta del tipo de cambio ya no será el objetivo primordial del Banco Central, será necesaria una mayor flexibilidad en la determinación de dicho indicador.

3.2.¿Cuál es la desventaja del esquema de tipo de cambio como ancla nominal?

Tal y como ya se ha mencionado, en Costa Rica la política monetaria se realiza mediante el control de los agregados monetarios.

Desde el punto de vista práctico, su ejecución requiere la estimación de una demanda por saldos reales de dinero que se contrasta con la evolución del acervo monetario.

Con la realización de operaciones de mercado abierto, el Banco Central trata de ubicar los agregados monetarios en el nivel que es compatible con la demanda real por dinero, dada la meta inflacionaria preestablecida en el programa monetario.

Este esquema tiene la debilidad de que bajo un régimen de tipo de cambio fijo con libre movilidad de capitales externos, la creación primaria de dinero está dada no solo por la expansión de los activos internos del Banco Central, sino también por el resultado del mercado cambiario.

De esta forma, por ejemplo, incrementos en la tasa de interés de política del Banco Central, además de influir sobre las decisiones de consumo e inversión de los residentes, atrae el ahorro financiero internacional, el cual al “monetizarse” anula el efecto contractivo que se pretendía con el incremento en la tasa de interés de política.

A esta interacción entre la tasa de interés de política y la monetización de los flujos de ahorro externo, se le conoce como la “endogeneidad” de la base monetaria en un régimen de tipo de cambio fijo, lo cual limita la capacidad del Banco Central para controlar los medios de pago de una forma congruente con su meta de inflación.

Es por ello, que un régimen monetario autónomo que tenga como objetivo lograr una tasa de inflación baja y estable en el mediano y largo plazo, requiere desligar la creación de dinero primario del resultado del mercado cambiario, lo que implica que cuanto mayor efectividad se le quiera conferir a la política monetaria para controlar la inflación, mayor ha de ser el grado de flexibilidad requerida en la determinación del tipo de cambio.

El tema de la flexibilización del régimen cambiario será analizado en el siguiente capítulo de este Informe.

3.3. En busca de una mayor independencia monetaria.

La primer decisión que debe ser efectuada en la escogencia de un régimen monetario es si se desea tener o no una unidad monetaria independiente, esto es, poseer autonomía monetaria. En función de la creciente movilidad internacional de los capitales, existe una tendencia alrededor del mundo a migrar hacia regímenes monetarios que garanticen la independencia monetaria.

Costa Rica ha escogido, desde la creación del Banco Central en 1950, poseer un régimen monetario autónomo que le permita incorporar el suficiente grado de discreción de forma tal que la política monetaria se utilice para poder minimizar los posibles efectos sobre las principales variables macroeconómicas, que provengan de choques tanto de naturaleza interna como externa.

El hecho de que a nivel mundial prevalezca la elección de un régimen monetario autónomo¹⁸, es un buen indicador de que el principal criterio que ha privado en la escogencia del régimen monetario, ha sido el de alcanzar una mayor independencia y efectividad de dicha política.

Tal y como ya se ha mencionado en otras oportunidades en este Informe, algunos autores plantean que los países deben resolver un dilema conocido en la literatura como la “trinidad imposible”. Este término se refiere a la imposibilidad de lograr, simultáneamente en la actual coyuntura internacional, independencia monetaria, estabilidad del tipo de cambio y adecuada integración financiera con el resto del mundo. Si la sociedad decide, por ejemplo, que lo más conveniente para promover el crecimiento económico y la estabilidad es contar con independencia monetaria e integrarse financieramente al resto del mundo, la recomendación de política sería pensar en adoptar esquemas monetarios con flexibilidad en la determinación del tipo de cambio, tal y como se puede apreciar en la figura adjunta. Si por el contrario, la decisión fuera contar con independencia monetaria y estabilidad del tipo de cambio, la integración financiera con el resto del mundo no sería una opción en este caso y sería más conveniente promover el control de los flujos de capitales. Para aquellas economías que desearan estar integradas financieramente con el resto del mundo y a la vez quisieran alcanzar una gran



¹⁸ En Stone, Mark y Bhundia, Ashok (2004), “A new taxonomy of monetary regimes” se efectúa un estudio por el Fondo Monetario Internacional para clasificar los regímenes monetarios existentes a nivel mundial. En dicho trabajo, únicamente se encontraron 9 países de un total de 95 que habían escogido un régimen monetario dependiente, esto es, que habían escogido una unidad monetaria extranjera.

estabilidad cambiaria, los esquemas monetarios con fijaciones duras del tipo de cambio (dolarización plena, cajas de conversión y uniones monetarias) serían los sistemas recomendados.

La mayor independencia monetaria la logra efectivamente el Banco Central al poder encauzar todos sus esfuerzos a tratar de alcanzar la estabilidad de precios, sin que para ello interfiera algún otro objetivo como la estabilidad del tipo de cambio, dado que esta última variable será determinada en buena medida por las fuerzas del mercado en un contexto de significativos flujos de capitales internacionales.

Como corolario, la razón fundamental para alcanzar la independencia monetaria, es poder utilizar la política monetaria para controlar la inflación.

3.4.La escogencia del instrumento de política: ¿tasas de interés o agregados monetarios?

Para implementar la política monetaria el banco central debe escoger el instrumento de política más apropiado para ello. Este ha sido uno de los debates más antiguos dentro de la economía monetaria.

Un instrumento de política monetaria es una variable sobre la que el Banco Central posee algún grado de influencia, para lo cual trata de utilizarla con la intención de alcanzar, indirectamente, su objetivo inflacionario.

El Banco Central puede implementar su política monetaria tratando de influenciar ya sea algún agregado monetario, la tasa de interés nominal o el tipo de cambio, con el fin de alcanzar su meta de inflación. Sin embargo, dadas las fuertes interrelaciones macroeconómicas entre todas estas variables en una economía abierta sujeta a la entrada de capitales internacionales, no se pueden influenciar todas en forma simultánea.

Algunos de los elementos que ya se mencionaron anteriormente acerca de la evolución del entorno económico nacional e internacional, dan alguna luz sobre el tema de la escogencia del instrumento óptimo para llevar a cabo la política monetaria bajo un esquema de MI.

En primer lugar, ya se mencionó que la inestabilidad en el comportamiento de la demanda por dinero influenciada por los procesos de innovación financiera y la elevada movilidad de los capitales, provocó una gran pérdida de control por parte de los bancos centrales sobre la liquidez total en la economía.

En segundo lugar, por las mismas características del nuevo esquema de política monetaria propuesto, en el cual la nueva ancla nominal de la economía serían las expectativas de inflación, el utilizar el tipo de cambio nominal como instrumento de política provocaría serios conflictos para que existiera coherencia entre los movimientos del tipo de cambio y la meta de inflación. Además, si el Banco Central se fija como objetivo una tendencia determinada para el tipo de cambio, su esquema de política no sería consistente ya que se presentaría un serio conflicto debido a que no tendría una meta única, sino dos: la de inflación y la cambiaria.

Dadas las condiciones de apertura económica y financiera de nuestra economía, y dentro de un contexto en donde la determinación del tipo de cambio se llevará a cabo con un mayor grado de flexibilidad, el único instrumento disponible por parte del Banco Central con el fin de que su política monetaria logre alcanzar un mayor grado de efectividad e independencia, es la tasa de interés.

De esta manera, cuando el Banco Central incremente su tasa de interés de política¹⁹, se esperaría que este efecto se extienda sobre toda la estructura de tasas de interés con el fin de incentivar el ahorro así como incrementar el costo del crédito, todo lo cual tendería a deprimir el consumo presente y a contraer los planes de inversión y con ello la

¹⁹ Actualmente esta tasa de interés es la de las inversiones de corto plazo (ICP) a 30 días.

demanda agregada, eliminando así posibles presiones inflacionarias en la economía.

Los cambios en la tasa de interés pretenden, en primera instancia, enviar un mensaje a los mercados en el sentido de que la política monetaria es restrictiva o relajada, lo cual indicaría si el costo de los recursos financieros debe aumentar o disminuir.

3.5.El mecanismo de transmisión de la tasa de interés: Evidencia para Costa Rica.

En el Recuadro No 1 se puede consultar un resumen de los enfoques teóricos que se han desarrollado para describir los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria. En esta sección nos referiremos únicamente a la evidencia empírica disponible en la actualidad por parte del Banco Central, acerca del mecanismo de transmisión de la tasa de interés.

La tasa de interés es considerada uno de los mecanismos de transmisión más importantes mediante el cual la política monetaria puede afectar las principales variables en la economía. Sin embargo, la experiencia en Costa Rica, sobre todo en los últimos años, es que dicho mecanismo de transmisión es muy débil por no decir inexistente.

El primer elemento que es importante mencionar para nuestro país, es que el régimen cambiario de minidevaluaciones ha limitado el efecto de la política monetaria²⁰. En buena medida, los impactos de los incrementos en la tasa de interés sobre las principales variables macroeconómicas (inflación, producto, crédito), disminuyen sustancialmente cuando se toma en cuenta el efecto del régimen cambiario, ya que este tiende a limitar la capacidad del Banco Central para implementar una política monetaria independiente por los efectos de monetización de los flujos de capitales externos, que se producen bajo un esquema de tipo de cambio fijo.

²⁰ Para una consulta con mayor detalle de algunos resultados empíricos sobre este tema, se puede consultar a Flores y otros (2000), “Transmisión Monetaria en Costa Rica”, División Económica, Banco Central de Costa Rica, agosto 2000.

Este ha sido uno de los principales elementos que respaldan la búsqueda de una mayor flexibilidad en la determinación del tipo de cambio, tal y como se mencionará en un capítulo posterior de este Informe.

Por otro lado, en los últimos años, si bien el Banco Central aumenta sus tasas de interés de captación en la subasta, dicho incremento no se ha transmitido a los ahorrantes. De esta manera, la señal de política no ha sido percibida efectivamente y los resultados empíricos muestran que solo se afectan las tasas de interés activas en forma marginal.

La evidencia para el caso costarricense indica que prevalece un alto grado de concentración en el sistema bancario. Debido a este grado de concentración, es posible que se haya introducido una serie de rigideces en la respuesta de las tasas activas y pasivas del sistema bancario ante cambios en las tasas del Banco Central, reduciéndose con ello los efectos esperados de la política monetaria sobre el gasto total en la economía. El grado de competencia prevaleciente en el mercado bancario es un factor determinante en la capacidad del banco central, para lograr una adecuada transmisión de sus decisiones de política. Así, la efectividad de las medidas de política monetaria para modificar las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos depende, entre otros factores, de la competencia que exista en el mercado bancario.

En función de lo anterior, la realidad que se muestra en el mercado financiero costarricense es que se encuentran situaciones en las que aún y cuando el Banco Central reconoce tasas reales positivas a los participantes en la subasta, los bancos comerciales reconocen tasas reales negativas a sus depositantes.

Recuadro1: Mecanismos de transmisión desde el instrumento de política hacia el objetivo de la política monetaria¹⁰.

La comprensión de los mecanismos de transmisión es crucial para el diseño e implementación de la política monetaria, ya que de este modo se podrían responder algunas interrogantes relacionadas, entre otras, con la política adecuada para diferentes episodios del ciclo económico; la regla apropiada para la política monetaria; la selección correcta del trade-off entre la variabilidad de la producción y de la inflación; y la escogencia del régimen cambiario que produciría mejores resultados en inflación y producción. Seguidamente, se analizarán los mecanismos de transmisión de la política monetaria más conocidos, a saber, tasa de interés, agregados monetarios, agregados crediticios y tipo de cambio.

Tasa de Interés

La tasa de interés es considerada uno de los mecanismos de transmisión más importantes mediante el cual la política monetaria puede afectar el producto real. En una economía cerrada el mecanismo de transmisión se presenta por medio de la relación entre la tasa de interés y los componentes de gastos en consumo e inversión. Por ejemplo, el efecto inicial de una contracción de la oferta monetaria (M) produce un aumento en la tasa de interés real (i) y, dado que esta variable es una medida del costo financiero, desestimula la inversión (I) y los gastos en bienes de consumo duradero (C), lo que a su vez conduce a una reducción de la demanda agregada y

del producto real (Y). En el siguiente diagrama se describe este mecanismo de transmisión.

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow, C \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

En el caso alternativo de una economía abierta, el principal mecanismo de transmisión lo constituye los movimientos de capital que se producen en respuesta a los cambios en la rentabilidad relativa de los activos domésticos y externos²². Específicamente, cuando la política monetaria es contractiva, se produce un incremento en la tasa de interés, lo cual genera incentivos a la entrada de capitales externos hasta que los retornos de los activos internos y externos se igualen. Dependiendo del régimen cambiario, este mecanismo se complementará con ajustes en el precio real y esperado de la divisa (tipo de cambio flexible), o en la cantidad de dinero (tipo de cambio fijo).

Dinero

Este enfoque, establece que los cambios en la cantidad de dinero tienen efectos directos sobre los niveles de gasto (o precios) de las economías. Se parte del hecho de que la riqueza de los agentes económicos está formada por una gama

²¹ Basado en el trabajo de Madrigal, Jorge y otros (1997). "Aspectos Teóricos para el Diseño de la Política Monetaria, DIE-DE-DM-DCS-PI-01-97/R", marzo 1997.

²² Este mecanismo de transmisión se puede observar con la ecuación de la paridad de tasa de interés $i = i^* + TED + R$, donde la tasa de interés doméstica (i) debe ser igual a la tasa de interés de los activos externos (i*) más la tasa esperada de devaluación (TED) y un riesgo país (R). Los supuestos que se consideran para el cumplimiento de esta ecuación son que los activos internos y externos sean sustitutos perfectos, que no existen barreras a la entrada de capitales y que exista flexibilidad en el régimen cambiario.

de activos que incluye desde el dinero hasta los bienes de consumo duradero y el capital humano, los cuales poseen algún grado de rentabilidad, ya sea explícita o implícita. Además, se supone que todos esos activos son buenos sustitutos del dinero, de tal forma que no existe ninguna tasa de interés (o rentabilidad) que sea particularmente relevante.

Crédito

De acuerdo con este enfoque, la política monetaria afecta no solamente el nivel general de las tasas de interés, sino que también el premio por financiarse externamente, lo cual permite explicar la fortaleza, “timing” y composición de los efectos de la política monetaria mejor de lo que es posible de acuerdo con los movimientos de las tasas de interés.

En caso de que se afectara la oferta de crédito de los bancos, los prestamistas que dependen de este financiamiento deberán incurrir en costos adicionales al tratar de buscar fuentes alternativas y establecer una buena relación crediticia, etc. Así, una reducción en la oferta del crédito bancario relativo a otras formas de financiamiento, es probable que reduzca la actividad real al restringir sus posibilidades de gasto. De esta manera, la política monetaria sería aún más potente de lo que sugieren los enfoques tradicionales. La pregunta más controversial, sin embargo, tiene que ver con el hecho de si la política monetaria puede afectar significativamente la oferta de préstamos bancarios, lo cual puede haber disminuido con los procesos de desregulación financiera y las innovaciones en el mercado.

Tipo de Cambio

El papel del tipo de cambio como mecanismo de transmisión de la política monetaria ha cobrado vigencia a partir del momento en que los países asumieron un esquema cambiario más flexible.

La importancia de este mecanismo de transmisión radica en su influencia sobre las exportaciones netas y los movimientos de capital de corto plazo, que posteriormente, afectarán el producto. Si se ejecuta una política monetaria contractiva, la tasa de interés en términos reales se incrementa y con ello los depósitos en moneda doméstica se vuelven más atractivos que los denominados en moneda extranjera. Esto provocará una apreciación del tipo de cambio nominal (denotado por $E \downarrow$) y por consiguiente del tipo de cambio real, que hará que los bienes domésticos sean relativamente más caros que los externos²³. La reducción inducida en el ingreso a causa del cambio en los precios relativos implicará una caída en las exportaciones netas ($NX \downarrow$) y por tanto, en el producto agregado²⁴. El siguiente esquema resume el mecanismo de transmisión con tipo de cambio:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

²³ La entrada de capitales de corto plazo se refleja directamente en el tipo de cambio ya que se supone que los precios reaccionan más lentamente.

²⁴ Cabe señalar que en el largo plazo el mecanismo anteriormente descrito funcionaría si no existiera neutralidad del dinero, o bien que bajo expectativas racionales, las autoridades logren sorprender a los agentes económicos, previo a sus planes.

En síntesis, las tasas de interés en el caso de Costa Rica han perdido su poder informativo, pues la señal de política que envía el Banco Central por medio de las tasas resultantes de la subasta, no llegan a los agentes económicos como parte de los incentivos o desincentivos para sus decisiones de ahorro e inversión²⁵.

Dada la evidencia disponible hasta el momento y en función del papel preponderante de la tasa de interés como instrumento de política bajo un esquema de metas de inflación, es necesario implementar una serie de medidas que busquen incrementar la competencia, especialmente por el lado de los pasivos bancarios, con el fin de mejorar la efectividad de este instrumento de política. Seguidamente se analizarán una serie de medidas diseñadas por el Banco Central, con el fin de alcanzar en el corto plazo el objetivo mencionado.

3.6. Algunas reformas para mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés

Como se mencionó en la sección anterior, el poder oligopólico de la banca comercial provoca distorsiones en el sistema financiero, por cuanto la alta concentración y poder de mercado de algunos bancos en la movilización del ahorro financiero, genera que la tasa de interés no funcione adecuadamente para efectos de control monetario.

²⁵ Estos resultados son congruentes con la respuesta que se observa en el comportamiento del crédito al sector privado ante cambios en las tasas de política. El canal de transmisión del crédito bancario al sector privado no es importante en Costa Rica, ya que los aumentos en la tasa de interés de política monetaria reducen leve y transitoriamente el crecimiento de los saldos de crédito otorgado por todo el Sistema Bancario Nacional.

En su búsqueda por la estabilidad económica, el BCCR tiene varios retos por delante, uno de los más importantes es mejorar los canales de transmisión de la política monetaria. Dicha mejora involucra dos aspectos, el primero relacionado propiamente a la tasa de interés como mecanismo clásico a través del cual muchos bancos centrales implementan sus acciones de política y, el segundo, relacionado con el saneamiento del sistema financiero, en cuanto a la reducción de la vulnerabilidad (particularmente por la dolarización) y la segmentación del mercado.

Ante este panorama, el BCCR ha decidido modificar sus instrumentos de absorción monetaria y poner a funcionar nuevos instrumentos en el transcurso del 2006, con los cuales se pretende introducir algún grado de competencia a la banca por los depósitos de capta y lograr así que las tasas de interés de la economía reaccionen ante cambios en la tasa de interés de la política monetaria. Esto permitiría además mejorar la transmisión de las señales de política y reducir el costo de la gestión de dicha política.

A continuación se mencionan algunas generalidades de los nuevos instrumentos:

En primera instancia, se pretende ofrecer una facilidad de depósito que competiría directamente con los depósitos de la banca comercial y cuyas características se anunciarían oportunamente antes de que el mecanismo entre a funcionar. A esta facilidad se le denomina por el momento *“ventanilla electrónica del BCCR”*, en el tanto el servicio se ofrecería mediante la plataforma tecnológica del Portal Financiero del Sistema Interbancario de Negociación y Pagos Electrónicos (SINPE)²⁶, y se apoyaría

²⁶ Significa que se utilizaría la plataforma del SINPE para realizar el cobro y el pago de las operaciones, así como para administrar su seguridad.

con la red pública Internet como canal de distribución.

Dicha facilidad funcionaría como un eventual competidor de los Certificados de Depósitos a Plazo (CDP) que colocan los bancos, de manera que los atributos de la ventanilla electrónica del BCCR serían muy similares a los CDP's. Esto significaría eliminar las barreras de entrada al mercado de ahorro e inversión de una serie inversionistas y pequeños ahorrantes, los cuales tendrían a su disposición una mayor gama de opciones de inversión en el corto plazo, con características financieras relativamente sencillas.

El BCCR espera que los inversionistas incorporen la tasa de interés de esta facilidad dentro de sus decisiones de consumo y ahorro, aspecto que se vería beneficiado por su acceso directo al ahorro financiero doméstico. Con ello la Autoridad Monetaria espera fundamentalmente mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de la tasa de interés.

En una etapa posterior, podría ofrecerse a los inversionistas los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) al detalle, mismos que actualmente se ofrecen mediante subastas, pero modificando algunas características como: montos mínimos, múltiplos de inversión, entre otras, con el fin de hacerlos más competitivos respecto al mercado. Para este propósito se utilizaría también la plataforma tecnológica del SINPE, sin embargo, dado que se trata de títulos estandarizados bajo la figura de macrotítulos, de llevarse a cabo requeriría, entre otras cosas, una definición de los propietarios de los mismos²⁷.

²⁷ Este proceso sería más complejo puesto que necesitaría que tanto el BCCR como la Central de Valores (CEVAL), defina los procedimientos operativos correspondientes.

La flexibilización del régimen cambiario como parte de las reformas hacia un nuevo régimen monetario en Costa Rica

4

4.1. La flexibilidad cambiaria en el marco de un esquema de meta explícita de inflación del Banco Central

Un elemento fundamental para poder implementar un sistema monetario de metas de inflación en Costa Rica en un mediano plazo, es la reconsideración del régimen de política cambiaria de minidevaluaciones que se ha venido aplicando desde principios de los años ochenta.

Tal y como se mencionó en el capítulo anterior, la principal desventaja de los esquemas de tipo de cambio fijo como ancla nominal de la economía, consiste en limitar la capacidad del Banco Central para controlar los medios de pago de una forma congruente con su meta de inflación.

La principal inferencia de política económica a partir de dicha limitante es que, cuanto mayor efectividad se le quiera conferir a la política monetaria para controlar la inflación, mayor ha de ser el grado de flexibilidad en la determinación del tipo de cambio.

Precisamente, los esquemas de metas de inflación requieren de un grado importante de flexibilidad cambiaria. Los países que aplican metas de inflación operan usualmente bajo flotación administrada, mecanismo en el que el tipo de cambio es determinado por el mercado, aún cuando las autoridades cambiarias intervienen de manera discrecional y esporádica para moderar fluctuaciones indeseadas del valor de la divisa.

La ausencia de compromisos con algún nivel o trayectoria del tipo de cambio, provee autonomía monetaria al Banco Central para procurar el objetivo fundamental de lograr una inflación baja y estable, y la intervención estabilizadora discrecional se realiza en el tanto no atente contra la meta de inflación anunciada.

En el caso específico de Costa Rica, el permitir que el mercado tenga una mayor participación en determinar el tipo de cambio, sería un importante complemento de las medidas que se han venido implementando en otros ámbitos del quehacer económico, como son, la desregulación de los mercados de bienes y servicios, la desgravación del comercio exterior, la liberalización de las operaciones financieras y de la comercialización de divisas y la apertura a los movimientos de capitales.

Otro elemento importante por considerar en la evaluación de la conveniencia de flexibilizar, es el condicionamiento de la política monetaria y el agotamiento que viene mostrando el esquema de control cambiario vigente luego de más de dos décadas de operar. Aunque este mecanismo ha tenido éxito en mantener la competitividad con el exterior y ha logrado constituirse en un elemento de certidumbre para los agentes económicos, conlleva algunas desventajas importantes: i) la intervención esterilizada genera elevados costos para el Banco Central, especialmente ante la persistencia de un mercado privado superavitario; ii) ha estimulado el riesgo moral y la dolarización de los depósitos y del crédito aumentando la vulnerabilidad del sector financiero, sin haber promovido la demanda y el surgimiento de instrumentos de protección del riesgo cambiario; y iii) ha generado inercia inflacionaria constituyéndose en un factor permanente de presión sobre los precios internos. Además, el esquema de fijación cambiaria vigente es un elemento que mantiene la fragilidad de la economía ante ataques especulativos y con ello hace que la economía sea más susceptible a la ocurrencia de crisis cambiarias y bancarias.

4.2.Recomendaciones de los técnicos internacionales para una migración exitosa hacia una flexibilidad cambiaria amplia

Además de considerar las condiciones propias de la economía, la escogencia de un nuevo régimen cambiario depende de las razones que fundamentan el cambio, a saber: procurar estabilidad cambiaria o la competitividad con el exterior, aumentar la integración con los mercados financieros mundiales o buscar independencia monetaria.

Una vez tomada la decisión de migrar desde un régimen cambiario intermedio hacia una mayor flexibilidad cambiaria, surgen interrogantes sobre si la salida debe ser gradual o rápida y las condiciones que deben de prevalecer para que ésta sea ordenada.

Una recomendación que se hace a aquellos países que planean o que corren el riesgo de verse forzados a salirse del esquema cambiario vigente a cualquier otro, es evitar un traslado desordenado, por los altos costos en cuanto a bienestar económico y la pérdida de confianza en las autoridades que conlleva. Por ejemplo, el FMI²⁸ aconseja a los países con sistemas de fijación cambiaria ir diseñando con tiempo alguna estrategia de salida y apoyarse más en el mercado para la determinación del tipo de cambio; en esa línea la entidad sugiere que: *“el mejor momento para moverse hacia una mayor flexibilidad cambiaria debería ser un periodo de relativa calma en el mercado cambiario o cuando existan fuerzas hacia la apreciación de la moneda”*.

En contraste con ello, la evidencia indica que los países que enfrentan presiones hacia la apreciación de su moneda, debido, por ejemplo, a grandes entradas de capital, tienden a ser renuentes a abandonar la fijación mientras el régimen *“esté funcionando bien”*. Sólo tratan de hacerlo ante ataques especulativos severos, en cuyo caso la crisis

²⁸ Según Fondo Monetario Internacional (2005), “IMF Executive Board Discusses Fixed to Float: Operational aspects of moving toward exchange rate flexibility”, Public Information Notice(PIN) No 04/141, Corrected: 1/12/05.

tiende a volverse inevitable y la salida hacia la flotación es forzada por las circunstancias y, por tanto, desordenada²⁹.

Esa asimetría se explica en que, aunque parecen ser muy claras las restricciones que existen para la pérdida de reservas, no se ha definido de manera técnica un límite para su acumulación, aún en reconocimiento de sus costos para la comunidad.

Sin embargo, no siempre las modificaciones de régimen cambiario obligados por las situaciones internas de la economía local o por choques externos, han sido caóticos. Detragiache y otros³⁰ en un estudio sobre las modificaciones registradas en el mundo desde 1980, reportan que:

- La mitad de las salidas fueron ordenadas y la mitad desordenadas³¹.
- En casi la totalidad de los eventos, el giro desde sistemas controlados hacia flexibles ocurrió bajo presiones de devaluación, razón por la cual la salida fue seguida casi siempre por depreciaciones.
- De todas las experiencias analizadas, no se pudo determinar cuáles son las condiciones propicias para procurar cambios ordenados.
- El estudio identificó la gran similitud de las circunstancias en las que se produjeron las salidas, fueran éstas ordenadas o caóticas: una moneda sobrevaluada, pérdida de reservas internacionales, una posición fiscal difícil y altas tasas de interés externas.

Con todo, desde el punto de vista técnico, es difícil precisar el momento en el que las condiciones son las propicias para realizar el cambio, por lo que las autoridades tienden a mantener el régimen en lo posible, en especial cuando el entorno es favorable.

²⁹ Incluso en situaciones de elevados ingresos externos, surgen presiones de los exportadores para que el cambio no se concrete por el temor a la apreciación que podría ocurrir, lo que se convierte en un obstáculo para flexibilizar.

³⁰ Véase Detragiache, E., Ashoka M. y Okada, E. (2005), "Exits from heavily manager exchange rate regimes", WP/05/39, IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Febrero.

³¹ Los autores definen una transición como desordenada si ocurre una inflación elevada o un ataque especulativo y una gran depreciación de la moneda luego del cambio.

4.2.1.Preparativos técnicos e institucionales para una salida exitosa hacia la flexibilidad

Agénor y Duttagupta y otros³², coinciden al señalar aquellas áreas en las que deben realizarse cambios y que definen las precondiciones deseables para asegurar una salida exitosa desde un sistema de control cambiario hacia la flexibilidad:

- i. Procurar la transparencia del Banco Central. El Banco debe explicar de manera clara al público, el contexto en el que se está modificando el régimen y las reglas que regirán luego de la salida, esto es, cuál sería la nueva ancla nominal y la regla de intervención.
- ii. Constituir un nivel de RIN suficiente para manejar la salida. Durante las fases iniciales de la transición, el Banco puede tener que intervenir para suavizar grandes variaciones cambiarias.
- iii. Desarrollar un mercado cambiario eficiente y líquido. Reducir los obstáculos para participar en el mercado y para determinar los precios; para ello deben reducirse los controles que restringen la actividad del mercado cambiario, mejorar la información y adecuar la normativa que regula ese mercado.
- iv. Aumentar la capacidad del mercado cambiario (de contado y de futuros) para administrar el riesgo cambiario. Para una transición exitosa hacia un régimen flexible, se requiere que los distintos sectores desarrollen la capacidad de percibir, medir, dar seguimiento y controlar los riesgos asociados con los movimientos diarios del tipo de cambio, para lo cual los encargados de la supervisión del riesgo cambiario deben: establecer sistemas de monitoreo de las fuentes de riesgo; diseñar técnicas para medir los riesgos; implementar políticas y procedimientos al interior de las instituciones financieras y complementar los sistemas de administración de

³² Véase Agenor, P. (2004), “Orderly exits from adjustable pegs and exchange rate bands”, The World Bank, Febrero; Duttagupta, R., Fernández, G. y Karacadag, C. (2004), “From fixed to float: Operational aspects of moving toward exchange rate flexibility”, WP/04/126, IMF, Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Julio y Duttagupta, R., Fernández, G., Karacadag, C.; y Shogo, I. (2004), “De un tipo de cambio fijo a uno flotante: No hay que temer”, Finanzas y Desarrollo, FMI, Diciembre.

riesgos con normas de regulación y supervisión prudencial por parte de las autoridades.

- v. Formular políticas de intervención cambiaria transparentes y creíbles. El Banco Central debe permitir una volatilidad razonable que sirva de señal de su compromiso con la flotación, pero manteniendo una supervisión de las transacciones que permita detectar y contener actividades especulativas excesivas. La política de intervención incluiría un compromiso público con la libertad del mercado y la divulgación de sus operaciones cambiarias para elevar la credibilidad.
- vi. Establecer una nueva ancla nominal y un nuevo marco de política monetaria. El papel del tipo de cambio como ancla, esto es, como punto de referencia para las expectativas de inflación, puede ser preservada si la estrategia se basa en una salida gradual utilizando, por ejemplo, una banda cambiaria al inicio. Sin embargo, si la banda se amplía de manera gradual, debe buscarse un ancla alternativa dado que la liberalización deja a la economía sin esa guía de las expectativas. En caso de adoptar metas de inflación en el contexto de una banda cambiaria, es importante dar señales claras de la prioridad de la inflación sobre cualquier objetivo cambiario.

4.2.2. ¿Cambio súbito o gradual?

Un elemento que debe definirse en la transición desde un régimen cambiario fijo a otro flexible, es el ritmo y la secuencia de la salida³³. La velocidad de la transición que se seleccione depende del motivo por el que se busca la salida, del régimen hacia el cual se migra y del grado en que se han alcanzado los requisitos para operar bajo un régimen más libre en un entorno de apertura de la cuenta de capitales.

³³ Lógicamente esta discusión tiene sentido solo en el caso de un abandono ordenado del régimen, puesto que en el caso de una salida desordenada provocada por una crisis, la velocidad de la transición es irrelevante dado que no es controlable.

No obstante, bajo cualquier estrategia de salida, en cada paso hacia la flexibilidad debe de asegurarse que exista efectivamente posibilidad de cambio en ambos sentidos de la cotización. Por ejemplo, cuando se utiliza una banda, su amplitud debe ser suficientemente grande para asegurar que el precio varíe en ambas direcciones alrededor de la paridad central y genere percepciones de riesgo cambiario. Si la banda fuera angosta, la existencia de presiones al alza o la baja pueden resultar en un tipo de cambio que se tienda a pegar a algún límite, forzando al Banco Central a defenderla e incluso a ampliarla con el riesgo de que esas revisiones frecuentes perjudiquen la credibilidad e induzcan operaciones especulativas que pongan a prueba el sistema.

Otro determinante clave del ritmo apropiado de abandono de la fijación es el grado de exposición y la capacidad de identificar, monitorear, administrar y regular de manera prudencial los riesgos cambiarios, para minimizar la vulnerabilidad de sectores importantes a movimientos cambiarios relativamente grandes. Sin embargo, debe tenerse presente que la flexibilidad hacia el alza y la baja es una condición deseable ya que mejora la percepción de los riesgos cambiarios y prepara a los mercados para cuando se enfrenten a la flotación.

Dutttagupta y otros³⁴ sostienen que el cambio desde un deslizamiento hacia una banda, ya sea horizontal o deslizante³⁵, provee mayor flexibilidad cambiaria y autonomía monetaria cuanto mayor sea la amplitud. Argumentan que el proceso puede iniciarse introduciendo una banda alrededor de la paridad existente o de un nuevo nivel. En el caso en que el tipo de cambio vigente esté desalineado y sometido a una presión hacia el alza o a la baja de manera persistente, puede ser necesario ajustar la paridad para asegurar que el ancho de la banda sea el adecuado y no sea superado muy rápidamente por el desalineamiento. Debe tenerse en cuenta que las fijaciones cambiarias, aún las menos rígidas como

³⁴ Véase a Dutttagupta, R., Fernández G. Y Karacadag, C. (2004), "From fixed to float: Operational aspects of moving toward exchange rate flexibility", WP/04/126, IMF Working Paper. Fondo Monetario Interamericano, Julio.

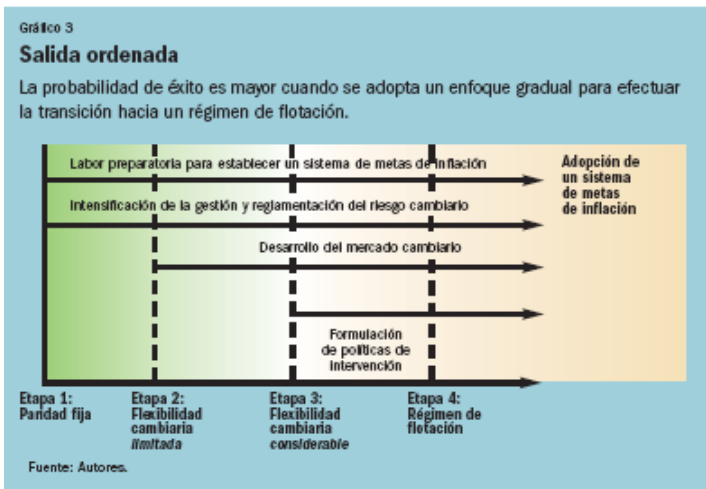
³⁵ Ver Recuadro 2. Naturaleza de los sistemas de bandas cambiarias.

son las bandas amplias, siguen restringiendo la política monetaria y pueden ser difíciles de sostener bajo movilidad de capitales.

Esos autores exponen los pros y los contras de una salida rápida versus una salida gradual hacia una flotación. El enfoque rápido implica ninguno o pocos pasos intermedios desde la fijación hacia la flotación. En contraste, el gradualismo significa moverse hacia la flotación a través de fases paulatinas, como pueden ser pasar de la fijación con respecto a una sola moneda a una fijación vinculada a una canasta de monedas y desde un sistema de minidevaluaciones ligada a una canasta hacia una banda con aumentos sucesivos en su amplitud.

Moverse hacia la flotación mediante pocas etapas provee también mayor discrecionalidad, ya que la falta de compromiso en defender un determinado nivel o banda permite al Banco Central limitar sus intervenciones y conservar sus reservas internacionales. No obstante, si se carece de un marco institucional de apoyo, como puede ser un mercado cambiario profundo y un adecuado manejo de los riesgos cambiarios, una estrategia de salida rápida aumenta el riesgo de volatilidad excesiva con sus efectos adversos sobre las expectativas inflacionarias y la credibilidad del mercado.

En esa línea aconsejan una estrategia de salida gradual si el mercado cambiario está poco desarrollado. Los autores refuerzan este punto indicando que: *“El grado de desarrollo institucional y del mercado es un factor determinante de la velocidad apropiada. Sin instituciones y mercados que ofrezcan respaldo, una estrategia de salida gradual puede ser más indicada porque reduce el riesgo de una excesiva volatilidad cambiaria y los efectos negativos sobre la credibilidad del mercado, las expectativas inflacionarias y las hojas de balance. Asimismo, fomenta la profundización del mercado cambiario permitiendo que la flexibilidad del tipo de cambio y la actividad en ese mercado se refuercen mutuamente.”*.



Además, las probabilidades de éxito de una estrategia gradual o rápida de abandono de un régimen cambiario aumentan cuando se adoptan medidas previas, debido a que muchos de los elementos operativos requieren tiempo para ser efectivos, por lo que deben de ser iniciados antes de abandonar la fijación. El diagrama inserto, tomado de Duttagupta y otros³⁶, presenta la forma en la que esos autores conciben la transición desde una fijación cambiaria hasta la adopción de un esquema de metas de inflación. La secuencia presentada permite apreciar la sincronía entre las medidas tendentes a establecer un sistema de metas de inflación y el aumento gradual de la flexibilidad cambiaria así como la importancia de promover desde el inicio el adecuado manejo y reglamentación del riesgo, y de procurar desarrollar el mercado cambiario.

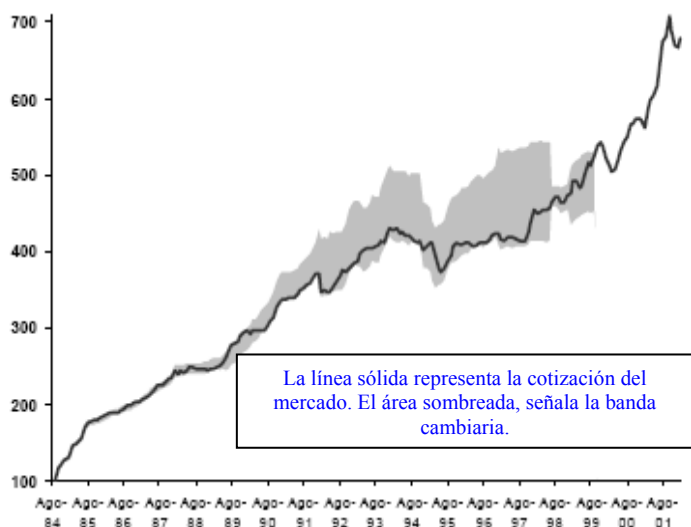
Desde un punto de vista integral y con miras a migrar hacia metas de inflación, las acciones que pueden irse adoptando antes de abandonar la fijación son entonces: aumentar la independencia del Banco Central, mejorar la capacidad de proyectar la inflación, aumentar la transparencia de la política monetaria, desarrollar sistemas de información sobre el riesgo cambiario y el análisis del comportamiento de la balanza de pagos. En una segunda etapa, puede permitirse alguna flexibilidad cambiaria a fin de estimular la actividad del mercado cambiario y continuar desarrollando otras áreas operativas. Finalmente, una vez lograda una mayor flexibilidad del tipo de cambio, puede abordarse lo relativo a las políticas de intervención en ese mercado.

4.3. Reseña de algunas experiencias internacionales en la transición hacia la flexibilidad cambiaria

Chile: Este país adoptó el régimen de bandas a partir de 1985, luego de aplicar un sistema de ajustes periódicos del tipo de cambio denominado “*tablita*”. La paridad central de la banda fue ajustada para

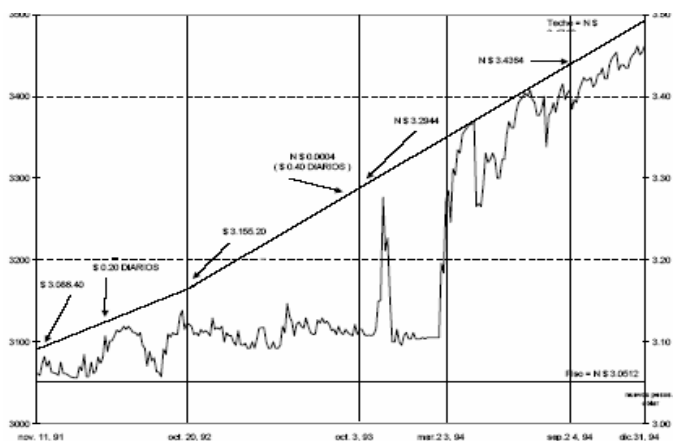
³⁶ Según se presenta en Duttagupta, R., Fernández, G., Karacadag, C. y Shogo, I. (2004), “De un tipo de cambio fijo a uno flotante: No hay que temer.”, Finanzas y Desarrollo, FMI Diciembre.

Chile: Bandas Cambiarias



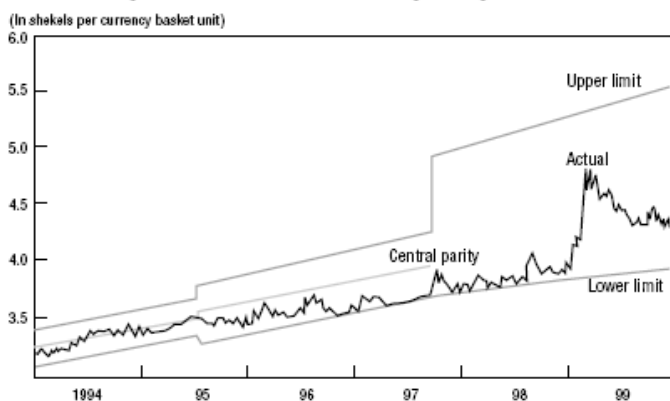
reflejar la diferencia con la inflación externa, la banda fue realineada en varias oportunidades y el Banco Central intervino de manera persistente dentro de la banda (intra-marginalmente). No obstante, el tipo de cambio no fue utilizado como instrumento de control de la inflación, sino que respondió a consideraciones de tipo de cambio real de equilibrio. La evidencia bajo bandas cambiarias durante los años noventa muestra una importante reducción gradual de la inflación, ciertamente apoyada por una política macroeconómica congruente con el control de los precios y un entorno de bajas tasas de inflación externas. Las bandas fueron sustituidas en 1999 por la flotación cuando el Banco Central implementó formalmente las metas de inflación.

México: Bandas Cambiarias



México: Después de un régimen cambiario de deslizamiento preanunciado durante el trienio 1989-1991, la economía mexicana estableció a fines de 1991 una banda cambiaria de características muy particulares: el límite superior era objeto de una depreciación creciente en términos absolutos, con un piso fijo y sin paridad central explícita. Además, el Banco de México estableció bandas de intervención realineables dentro de la banda oficial que implicaban una participación cambiaria muy activa. Durante la vigencia del esquema se registró una reducción significativa de los precios pues el tipo de cambio nominal operó como ancla nominal de la economía. El sistema colapsó de manera desordenada a finales de 1994, luego de lo cual dio inicio la flotación de la moneda.

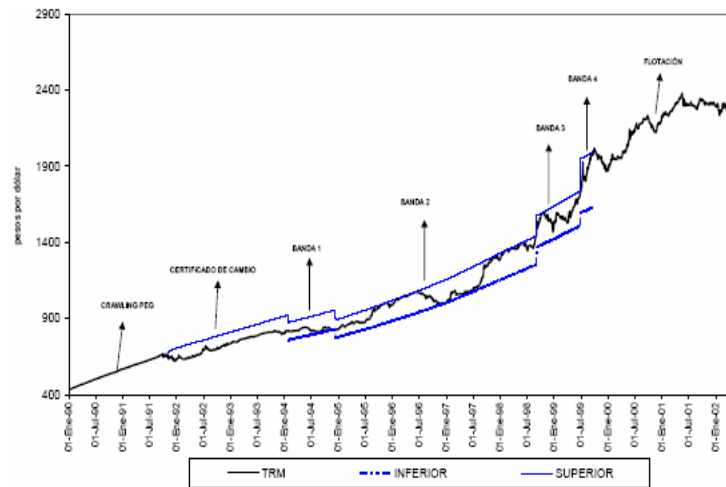
Israel: Bandas Cambiarias



Israel: Después de aplicar esquemas de fijación cambiaria y de sufrir una serie de devaluaciones, a inicios de 1989, Israel implementó una banda horizontal. La banda fue modificada a una deslizante a finales de 1991 con el anuncio de metas para la inflación. La tasa de deslizamiento fue establecida de manera prospectiva con base en la inflación futura meta del Banco Central (“*forward looking*”), con el fin de anclar las expectativas inflacionarias. El Banco Central mantuvo en los primeros cinco años de vigencia del régimen una intrabanda para mantener la cotización del mercado cercana a la paridad central, la cual fue abandonada en 1997 para

dar paso a un esquema de bandas de amplitud asimétrica sin paridad central (el techo se deslizaba a una tasa mucho mayor que el piso). Se logró una reducción importante de la inflación hasta situarse a los niveles internacionales. El esquema de bandas fue sustituido en el 2005 por uno de flotación administrada.

Colombia: Bandas Cambiarias



Colombia: Luego de operar por veinticuatro años bajo un sistema minidevaluaciones, se adoptó un esquema de banda de facto en 1991 que se hizo explícita a inicios de 1994, cuando se implementó una banda ajustable bastante amplia para evitar que el tipo de cambio continuara sirviendo como ancla para las expectativas de inflación. El Banco de la República intervino dentro de las bandas para reducir la volatilidad de la tasa de cambio y los límites fueron ajustados en varias oportunidades, conforme con la evolución de los fundamentos macroeconómicos. Bajo el esquema de bandas se logró reducir de manera gradual y significativa la inflación. A finales de 1999, la banda cambiaria fue sustituida por un régimen de flotación bajo un esquema monetario de metas de inflación, con el compromiso del Banco de intervenir solo cuando la tasa de cambio mostrara una volatilidad excesiva.

En resumen, la revisión de las experiencias de Chile, México, Israel y Colombia, en cuanto a la migración desde esquemas de fijación del tipo de cambio hacia bandas realineables y, posteriormente, hacia flotación cambiaria, permite verificar que esas economías lograron resultados importantes en la reducción gradual de la inflación interna, especialmente cuando se procuraron políticas macroeconómicas de combate de la inflación. Sin embargo, pueden apreciarse también las vicisitudes que caracterizan a estos mecanismos de control cambiario, los cuales obligaron en todos los casos a ajustar la banda en distintas ocasiones. También se concluye que estos esquemas no eliminan totalmente el riesgo de ataques especulativos, por lo que deben concebirse como esquemas de transición hacia la flotación cambiaria.

4.4.Premisas y elementos de una eventual estrategia de implementación de un sistema cambiario más flexible en Costa Rica.

Se considera que una estrategia de salida ordenada desde el actual sistema de control cambiario hacia un régimen de flexibilidad amplia en Costa Rica debería fundamentarse en tres premisas básicas: *flexibilidad, gradualidad y transparencia.*

La flexibilidad cambiaria es inherente al proceso puesto que el objetivo superior es reducir en forma sostenible la inflación, lo cual requiere que el Banco tenga la posibilidad de utilizar la política monetaria para el logro de ese fin y eso solo es posible si se desliga la política monetaria de la defensa de determinada paridad cambiaria, de modo que sea el mercado y no una decisión administrativa lo que determine el nivel del tipo de cambio.

Con respecto al principio de gradualidad, es claro que cualquier estrategia de flexibilización debe tomar en cuenta la larga permanencia de las minidevaluaciones en Costa Rica. El movimiento hacia una mayor flexibilidad ha de ser gradual, a fin de facilitar los ajustes necesarios en los diferentes sectores para funcionar en un entorno diferente, en consideración de la falta de experiencia en operar en un ambiente de movilidad al alza y a la baja de los valores cambiarios. En este sentido, es importante que los agentes económicos y las entidades públicas y privadas cuenten con tiempo suficiente para evaluar las posibles consecuencias de los nuevos regímenes y prepararse para operar en el marco de mayor flexibilidad. La gradualidad coadyuvaría al proceso de aprendizaje de los agentes económicos.

La transparencia cobra relevancia por ser una característica del sistema monetario de metas explícitas de inflación. Justamente bajo esa idea, el Banco Central ha ido estrechando la comunicación con la sociedad sobre las razones de los cambios que está planeando implementar, haciendo énfasis en que el giro de la política no responde a la inminencia de una crisis, sino a que el Banco considera que existen en estos momentos las condiciones para

realizar la migración hacia un sistema monetario moderno, con una alta probabilidad de éxito y con presiones reducidas para la economía.

Un sistema cambiario que cumple en esencia con esos principios podría ser un esquema de banda deslizante de amplitud creciente, esto es, que se vaya ampliando gradualmente a fin de permitir una flexibilidad cada vez mayor.

Además, con el propósito de que la banda sea concordante con la política monetaria y como preámbulo del sistema monetario de metas de inflación, la pauta de ajuste de la banda debería incorporar el diferencial entre la inflación futura meta del Banco Central y la inflación internacional prevista (enfoque prospectivo o de “*forward looking*”).

Sin embargo se debe advertir que, en línea con el objetivo de avanzar hacia una flexibilidad cambiaria amplia y en reconocimiento de que aún un sistema de este tipo es proclive a ataques especulativos y a crisis cambiarias, el mecanismo debe concebirse desde sus orígenes como una transición tendente a realizar una salida ordenada y gradual desde las minidevaluaciones hacia una liberalización cambiaria amplia y no como un régimen de carácter permanente.

Aunque la transición desde el actual régimen monetario hacia metas de inflación pueda durar algún tiempo, el establecimiento como régimen intermedio de un sistema de bandas de amplitud relativamente reducida que se amplíe paulatinamente, podría brindar los elementos de flexibilidad y de credibilidad requeridos para permitir una transición gradual de los agentes económicos hacia un entorno de variabilidad cambiaria, reducir la vulnerabilidad, ampliar el margen de acción de otras políticas, pero continuar manteniendo un ancla a las expectativas de inflación y de devaluación de naturaleza similar al que están acostumbrados los agentes económicos nacionales.

Se pueden identificar algunas condiciones que se han ido forjando en el transcurso de los años y que favorecen el eventual establecimiento del sistema:

- Existe apertura de capitales.
- Se permite realizar operaciones y contratos en divisas.
- Se permite a los intermediarios cambiarios mantener “*posiciones propias*” (diferencia entre activos y pasivos totales) en moneda extranjera³⁷.
- Se permite a esas entidades fijar los márgenes de intermediación cambiaria.
- Existe un régimen de libre convertibilidad.
- Se dispone de un mecanismo para el seguimiento y la intervención del Banco en el mercado cambiario (MONED)³⁸.
- La Ley Orgánica del Banco Central le permite adoptar toda la gama de regímenes cambiarios.
- Se dispone de un nivel récord de reservas.

³⁷ Según la reglamentación vigente, la posición propia puede situarse entre el $\pm 100\%$ del patrimonio de la entidad autorizada para participar en el mercado cambiario y se permite que esa posición varíe hasta un máximo de 0.5% con respecto al saldo del día anterior.

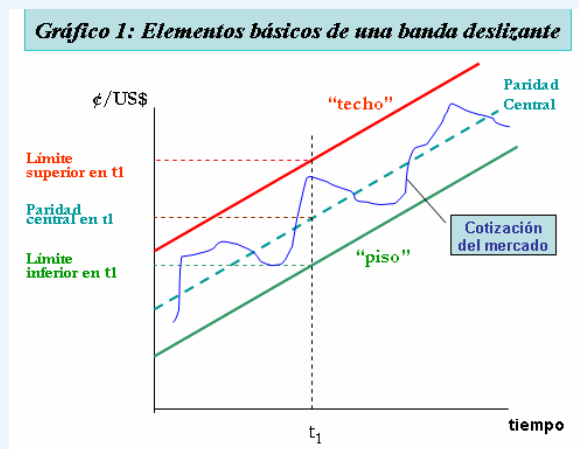
³⁸ Otro elemento que hace propicia la coyuntura es el traslado del sistema MONED (Mercado Organizado de Negociación Electrónica de Divisas) de la Bolsa Nacional de Valores al Banco Central, integrándolo al SINPE (Sistema Interbancario de Negociación y Pagos Electrónicos), que haría más eficiente la intervención del Banco Central en el mercado cambiario y permitiría ajustar el instrumento a las necesidades propias de un esquema de bandas.

Recuadro 2: Naturaleza de los sistemas de bandas cambiarias.

Las bandas pueden visualizarse como un híbrido entre la flotación y la fijación cambiarias; admiten cierto grado de flexibilidad que permite el ajuste de los precios relativos y alguna autonomía monetaria pero preservando siempre el papel del tipo de cambio como ancla nominal del nivel general de precios.

Un sistema de bandas es un régimen de control cambiario en el que el banco central se compromete a mantener el tipo de cambio entre ciertos límites, dentro de los cuales la cotización puede fluctuar libremente.

La autoridad cambiaria puede anunciar un tipo de cambio de “*paridad central*”³⁹ que puede ser fijo (si la banda es horizontal) o variar en el tiempo (en el caso de una banda deslizante) y la “*amplitud*”. Con esa base, se define el límite máximo o techo y el mínimo o piso que regirán durante cada día t_1 . Ver gráfico 1.



³⁹ Algunos especialistas no recomiendan anunciar la paridad central debido a que, a pesar de que ésta es solo una referencia para definir la banda, causa el inconveniente de que el público tiende a interpretar incorrectamente que el compromiso del banco es mantener el tipo de cambio sobre ese sendero central y no dentro de la banda, como es lo correcto.

El diseño de una banda típica implica, entonces, definir cuatro elementos esenciales:

- i) La paridad central, la cual puede fijarse con base en una sola moneda o en una canasta, según sea la concentración de las transacciones comerciales y financieras con el exterior.
- ii) Si la paridad central sería fija o deslizante, lo que estaría determinado por el diferencial entre la inflación interna y la inflación externa relevante.
- iii) La amplitud de la banda, que dependerá de la magnitud de los choques a los que está sujeta la economía.
- iv) Las reglas que guiarían la intervención del banco central en el mercado cambiario; o sea, el momento, el mecanismo y la magnitud de la intervención.

El banco central intervendría de manera activa en el mercado cambiario para evitar que el precio supere el rango anunciado, vendiendo divisas en el límite superior o comprándolas en el inferior. Incluso, puede hacerlo de manera preventiva antes de que alcance alguno de esos niveles (“intervención intramarginal”), en cuyo caso existiría una intrabanda, conocida solo por el banco central.

La teoría sostiene que, si existe plena credibilidad en que el banco central está dispuesto y tiene la posibilidad de defender la banda, el solo anuncio de su existencia se constituye en elemento estabilizador del tipo de cambio ya que, ante tendencias hacia la depreciación de la moneda, el mercado generaría expectativas de apreciación por la inminente intervención de la autoridad monetaria para defender el techo de la

a la apreciación por sus consecuencias sobre la rentabilidad relativa de los sectores productores de bienes transables.

Bajo cualquier criterio que se seleccione, la ventaja de preanunciar que la banda estaría sujeta a ampliaciones es que se evitaría que esos realineamientos se constituyan en

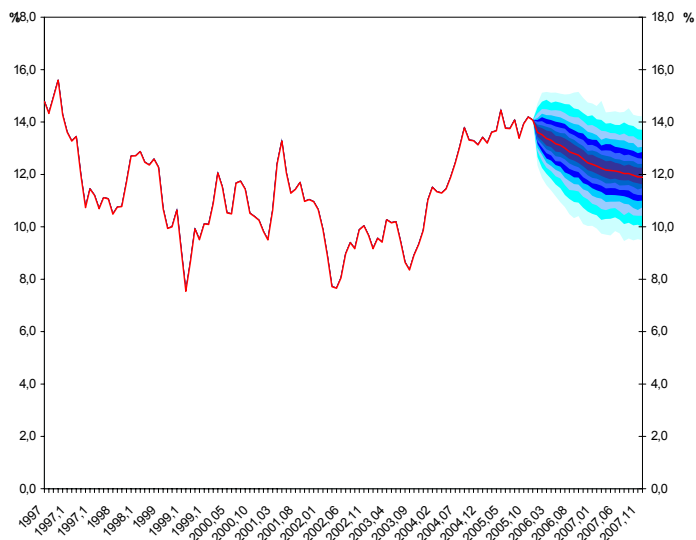
eventos traumáticos, como ha ocurrido en países en los que los ajustes de la banda fueron forzados por choques a la economía, ya que la posibilidad anunciada de que el ancho de la banda será ampliado gradualmente formaría parte integral del diseño del nuevo régimen cambiario que se comunica a la sociedad.

Cuadro 1. Proyecciones combinadas de inflación interanual a diciembre 2006 y diciembre 2007 y sus actualizaciones

	Limite inferior (por ciento)		Media	Limite superior (por ciento)	
	90	50		50	90
Con información al mes de:					
Inflación interanual a diciembre 2006					
Diciembre 2004	9.4	10.4	11.0	11.6	12.6
Enero 2005	9.6	10.6	11.2	11.8	12.7
Febrero 2005	9.6	10.5	11.1	11.7	12.7
Marzo 2005	9.8	10.8	11.5	12.2	13.1
Abril 2005	9.9	11.0	11.6	12.3	13.2
Mayo 2005	10.5	11.5	12.2	12.8	13.9
Junio 2005	10.3	11.1	11.8	12.4	13.3
Julio 2005	10.3	11.3	11.9	12.6	13.5
Agosto 2005	10.6	11.6	12.3	13.0	14.1
Septiembre 2005	10.0	11.2	11.8	12.4	13.4
Octubre 2005	10.7	11.7	12.3	13.0	13.8
Noviembre 2005	10.8	11.7	12.4	13.0	13.9
Diciembre 2005	10.8	11.9	12.4	13.1	14.0

Con información al mes de:					
Inflación interanual a diciembre 2007					
Diciembre 2005	10.3	11.3	11.9	12.6	13.5

Combinación de Proyecciones de Inflación
-tasas interanuales-



5.1. Proyecciones Combinadas para el período 2006-2007

La técnica de la combinación de proyecciones de inflación está hecha bajo un escenario pasivo, es decir, sin las acciones de política por parte de la Autoridad Monetaria. Con información observada a diciembre del 2005, da por resultado inflaciones anuales del 12,4% en el 2006 y de 11,9% en el 2007 (ver cuadro adjunto).

Los supuestos relevantes bajo los cuales descansan dichas proyecciones son los siguientes:

- i) La tasa de interés mundial⁴⁰ se estima en 3,9% durante el horizonte de proyección.
- ii) Un incremento en el tipo de cambio nominal equivalente a un 6,6% para el 2006 y de 5,9% para el 2007.
- iii) El precio promedio del barril del petróleo⁴¹ se estimó en \$61 por barril para los 24 meses de proyección.

El gráfico de abanico adjunto, muestra la probabilidad de las proyecciones en el horizonte de proyección, es decir, 24 meses.

En un escenario activo, en donde se implementen las reformas de política descritas en los capítulos anteriores de este Informe, así como con algunas otras acciones que se mencionan más adelante, el BCCR pretende disminuir la inflación de manera que en el próximo bienio la tasa de inflación se ubique en torno al 10%. Posteriormente, cuando se resuelvan las limitaciones en procura de lograr una mayor efectividad de la política monetaria⁴² y se hayan consolidado las principales reformas de política económica contempladas en la agenda del

⁴⁰ Se toma como referencia la tasa de las Letras del Tesoro de los Estados Unidos a 90 días.

⁴¹ Corresponde al Brent que es un petróleo crudo importante en el mercado internacional y, si bien existen otros crudos, las variaciones de los mismos tienden a ser muy similares en el tiempo.

⁴² Tales como el dilema de la “trinidad imposible”, las pérdidas del BCCR y los elevados y persistentes déficits fiscales.

BCCR⁴³, se podría reducir aún más la tasa de inflación a niveles similares a los de nuestros principales socios comerciales. Es importante volver a mencionar, que uno de los principales puntos de dicha agenda es el que se mencionó en el capítulo 3 del presente informe, relacionado con la adopción de un nuevo régimen monetario denominado *Metas de Inflación*, pero bajo un esquema de transición gradual y ordenado.

Para lograr la reducción de la tasa inflacionaria hasta niveles cercanos al 10%, la Autoridad Monetaria conjugará las siguientes medidas principales:

- i) Continuará aplicando una política monetaria restrictiva mediante operaciones de mercado abierto (OMA), la cual tendrá por objetivo en la primera mitad del 2006, neutralizar los excesos monetarios observados al término del 2005.

Además, introducirá modificaciones en los mecanismos de captación como ha sido señalado en el capítulo 3, punto 3.6 de este informe. Se espera que dichos cambios mejore el mecanismo de transmisión de la tasa de interés en la economía costarricense.

- ii) A pesar de continuar por el momento con el esquema de minidevaluaciones, se pretende cambiar la forma en que se ajusta el tipo de cambio nominal, incorporando en ese ajuste el objetivo de crecimiento de los precios internos para los próximos 12 meses⁴⁴. Lo anterior logrará una mayor consistencia entre la meta inflacionaria y la política cambiaria.

Sin embargo, el BCCR continuará analizando la eventual adopción de un esquema cambiario hacia una mayor flexibilidad, lo cual permita mayores grados de libertad en la toma de decisiones de política y cuyos principales detalles de esta labor se incluyeron en el capítulo 4 de este informe.

⁴³ Estas se refieren a la implementación del nuevo régimen de política monetaria (metas de inflación) y a la flexibilización del régimen cambiario.

⁴⁴ Anteriormente se ajustaba el tipo de cambio nominal con base en la inflación pasada.

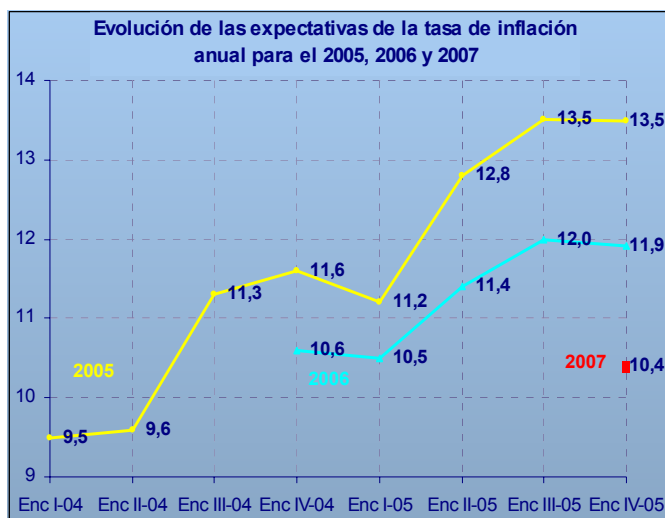
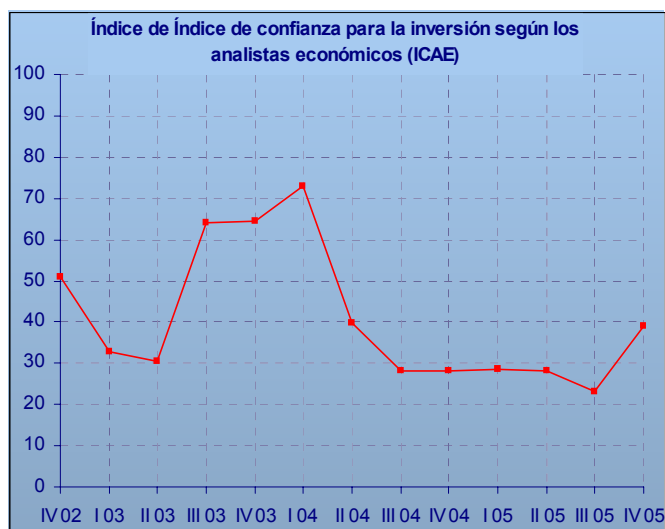
5.2.Principales resultados de la Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas y de la primera Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación.

La Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas correspondiente al cuarto trimestre del 2005, mostró que las expectativas de inflación para dicho año se mantuvieron en el mismo nivel que se observó en la encuesta correspondiente al trimestre anterior (III-2005), con un valor medio de 13,5% a diciembre del 2005. El resultado de las expectativas de inflación en el último trimestre del año pasado, reflejó un cambio en la tendencia observada durante todo el año, la cual se caracterizó por una marcada tendencia al aumento.

En lo que se refiere a las expectativas de inflación para el 2006, el comportamiento fue idéntico en el último trimestre del año pasado, ya que se mantuvieron prácticamente estables alrededor del valor de un 12%, luego de observarse una clara tendencia hacia el alza durante todo el año pasado.

El Índice de Confianza para la Inversión según los Analistas Económicos (ICAE), mostró una importante mejora en la confianza para la inversión respecto a las últimas encuestas trimestrales. El ICAE creció alrededor de 16 puntos porcentuales respecto a su nivel anterior y se ubicó en 38,9, valor que aún así continúa siendo bastante bajo, reflejando lo que ha sido evidente durante todo el año pasado, en el sentido de un ambiente no muy optimista para efectuar nuevas inversiones en la economía.

Finalmente, durante el mes de enero del presente año, se llevó a cabo por parte del Banco Central la primera Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación con la que se planea efectuar un seguimiento de corto plazo en la evolución de ese indicador. Dicha consulta mostró una expectativa de inflación promedio para el 2006 de un 12,7%, valor que si se compara con el último dato de la Encuesta de Perspectivas Económicas para el cuarto trimestre del año pasado, muestra de nuevo una tendencia al aumento en las expectativas de



inflación para el presente año por parte de los agentes económicos.

5.3. Balance de Riesgos

Como es conocido, el desempeño del BCCR en la reducción de la inflación, está determinado en parte por acontecimientos externos e internos, que están fuera de control de la Institución y que de afectar las políticas trazadas podría requerir de medidas correctivas.

5.3.1. De carácter externo

El análisis de las perspectivas para la economía mundial realizado por el Banco Mundial, indica que se espera un crecimiento estable para el 2006 y para el 2007 sería aún mayor. Lo anterior se lograría principalmente debido al desempeño de la zona Europea y la estabilidad en el ritmo de crecimiento de las economías estadounidense y japonesa.

Particularmente para la economía norteamericana, se espera que el endurecimiento de la política monetaria y el incremento en los precios del petróleo, contrarresten el estímulo positivo para el crecimiento de las depreciaciones del pasado. Por su parte, la Zona Euro caracterizada por bajas tasas de interés, una demanda de inversión reprimida y el desvanecimiento de los efectos negativos que produjo la apreciación real efectiva del euro, mostraría un dinamismo a pesar del crecimiento que han experimentado los precios internacionales del petróleo. En cuanto a Japón, se proyecta que se mantengan políticas macroeconómicas que permitirían lograr un crecimiento en niveles cercanos a su tasa potencial, lo cual sería complementado con el fortalecimiento de la demanda interna.

Sin embargo, se considera que las restricciones prevalecientes en el mercado de petróleo⁴⁵, nuevos incrementos en los precios de los combustibles y la posibilidad de aumentos en las tasas de interés,

⁴⁵ Concretamente la baja oferta de petróleo existente.

podrían constituirse en factores que frenen el crecimiento de muchas economías. En efecto, si bien la oferta de petróleo crudo ha estado aumentando marginalmente más rápido que la demanda, se estima que seguirá siendo limitada para suplir la demanda existente. En consecuencia, no se espera una rápida caída de los precios del petróleo crudo, los cuales actualmente entrañan una prima alta de riesgo.

La forma como los posibles aumentos en los precios internacionales del petróleo podría constituirse en un importante riesgo para las perspectivas de crecimiento mundiales, es a través del producto, pues se vería limitado directamente por la menor disponibilidad de petróleo y de insumos basados en el petróleo. Ello contrastaría con lo ocurrido en el pasado reciente, cuando los precios aumentaron en el contexto de un rápido crecimiento de la oferta de petróleo.

Asimismo, se espera que el menor ritmo de crecimiento mundial reduzca la presión en los mercados de productos básicos distintos del petróleo. De hecho, según el informe sobre perspectivas de la economía mundial del Banco Mundial ya indicado, ya se observan señales de estabilización e incluso disminución de los precios de los productos agrícolas, donde la oferta ha reaccionado al alza de los precios. Los precios de los metales y del transporte de mercancías también muestran señales de disminución, aunque en menor medida.

Por otra parte, la evolución futura de las tasas y márgenes de interés a largo plazo, que se han mantenido en niveles históricamente bajos por un período prolongado genera gran incertidumbre, sobretodo porque se trata de factores de carácter temporal, tales como: políticas monetarias muy poco restrictivas durante varios años en todo el mundo desarrollado; el aumento del ahorro relacionado con el envejecimiento de la población en Europa; la consolidación del balance general en

Estados Unidos y Asia, y un entorno poco inflacionario⁴⁶.

5.3.2. De carácter interno

En concordancia con lo que se ha comentado en informes anteriores, existen varios elementos de índole doméstico que determinarían en buena medida la disminución de la inflación para el 2006 y 2007. Seguidamente se mencionan.

- i) Dos proyectos pendientes de aprobación por parte de la Asamblea Legislativa son la reforma fiscal y el Tratado de Libre Comercio (TLC), los cuales revisten gran importancia para el desempeño económico del país y, en consecuencia, su aprobación modificaría las proyecciones planteadas anteriormente, debido al objetivo de reducir la inflación y dar cumplimiento a la meta de precios fijada. Además, la posición que tome finalmente el país respecto al TLC y la aprobación o no de la reforma fiscal, depende del proceso electoral y el cambio de Gobierno de inicios de mayo del 2006.
- ii) Los incrementos en los bienes y servicios regulados, así como la política salarial del Gobierno, representan un factor de riesgo para lograr la disminución de la inflación, en el tanto sean originados por la acción de grupos de presión, más que por situaciones reales que ameriten dichos ajustes. Lo anterior podría perjudicar la búsqueda de consistencia que pretende el BCCR entre meta de inflación y la política cambiaria, en el sentido de que el tipo de cambio será ajustado fundamentalmente tomando en cuenta el crecimiento de los precios domésticos de los próximos 12 meses⁴⁷, y la inflación de nuestros principales socios comerciales proyectada para ese mismo período.

⁴⁶ Esto debido en parte al aumento de la competencia tras el ingreso de China y de miembros del antiguo bloque soviético en los mercados mundiales.

⁴⁷ Anteriormente se hacía con base en la inflación pasada.

iii) La Autoridad monetaria pretende la reducción de la inflación al menor costo, sin embargo, para ello es importante que las expectativas de los agentes económicos en cuanto a la inflación, converjan hacia lo que el BCCR prevé será la inflación. Esto significaría que la mayoría de contratos que se establezcan en la economía, estarían dados bajo la convergencia al nivel de inflación propuesto por el BCCR y le haría más fácil el lograr su reducción.