

Informe de Inflación

Julio, 2002

El análisis en el Informe de Inflación se basó en el trabajo de la División Económica del Banco Central de Costa Rica con la dirección general de William Calvo. Este informe estuvo bajo la coordinación de Jorge Madrigal. Los principales colaboradores fueron Jorge Madrigal, Mauricio Mayorga, Ivannia Solano y Jorge León, con contribuciones adicionales de Álvaro Solera y Gabriela Saborío.

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

ADVERTENCIA

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

Índice General

Presentación	1	.....	5
Resumen del Informe	2	.....	7
<i>2.1 Evolución de los diferentes índices de precios</i>		.....	7
<i>2.2 Factores que incidieron en la inflación.</i>		.....	7
<i>2.3 Proyecciones de inflación</i>		.....	8
<i>2.4 Balance de riesgos.</i>		.....	9
<i> Perspectivas de las finanzas públicas</i>		.....	9
<i> Panorama internacional</i>		.....	10
Evolución reciente de la inflación	3	.....	11
<i>3.1 Evolución de los diferentes índices de precios</i>		.....	11
<i>3.2 Factores que incidieron en la inflación.</i>		.....	13
<i> Factores externos.</i>		.....	14
<i> Factores internos.</i>		.....	17
Panorama del Sistema Financiero	4	.....	27
<i>4.1 Tasa de interés de la subasta</i>		.....	27
<i>4.2 Margen de intermediación financiera</i>		.....	29
<i>4.3 Crédito al sector privado</i>		.....	29
Panorama Internacional	5	.....	31
<i>5.1 Evolución de la economía de Estados Unidos</i>		.....	31
<i>5.2 Efectos de la crisis argentina</i>		.....	34
<i>5.3 Perspectivas de América Latina</i>		.....	35
Perspectivas de Inflación	6	.....	37
<i>6.1 Revisión de las metas del Programa Monetario</i>		.....	37
<i>6.2 Proyecciones de inflación</i>		.....	40
<i> Supuestos</i>		.....	40
<i> Resultados</i>		.....	40
<i> Proyecciones ajustadas con criterio económico</i>		.....	40
<i>6.3 Balance de Riesgos</i>		.....	42

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) presenta el tercer Informe de Inflación, correspondiente al mes de julio de 2002. El Informe ya es parte de las publicaciones regulares del BCCR y se ha convertido en una fuente de consulta para el público en general. Con ello, el BCCR promueve una mayor transparencia en sus acciones de política monetaria y contribuye en la formación de expectativas de los agentes económicos.

En esta ocasión, el Informe se publica en una coyuntura caracterizada por una elevada incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial. Por una parte, no se terminan de despejar las dudas sobre la verdadera capacidad de la economía de los Estados Unidos para iniciar un proceso de recuperación sostenido, sobre todo luego de los recientes escándalos financieros que han sacudido los mercados de valores norteamericanos. El precio del dólar ha caído a sus niveles más bajos en los últimos años, presionado por el excesivo déficit en cuenta corriente que ya alcanza cerca de 5% del PIB. Por otra parte, América Latina atraviesa su peor momento desde la crisis de la deuda. A la crisis de Argentina se suman hoy importantes dudas sobre el futuro de Brasil y Uruguay.

Esta situación ha permitido reducir las presiones inflacionarias alrededor del mundo. Costa Rica no escapa de esta influencia y durante los últimos meses hemos sido testigos de una tendencia a la baja en la variación del índice de precios al consumidor (IPC). Durante los primeros seis meses del año la tasa de inflación anualizada es de un dígito. Sin embargo, esta trayectoria no parece ser sostenible durante el segundo semestre del año por diferentes razones que se exponen en el documento.

A mediano y largo plazo persisten las preocupaciones por la evolución de las finanzas públicas pues sigue siendo el principal condicionante de la inflación. Se requiere de acciones decididas en esta área si aspiramos a lograr niveles de inflación estables por debajo del 10% anual y reducir sensiblemente las probabilidades de una crisis de deuda. Frente a este panorama fiscal, el régimen cambiario de minidevaluaciones reduce el margen de acción del BCCR para alcanzar mayores progresos en esta materia. El momento es propicio para analizar con profundidad la posibilidad de adoptar un régimen cambiario que permita al BCCR implementar medidas más efectivas para el control de la inflación.

Eduardo Lizano Fait
Presidente

Este capítulo contiene un resumen del Informe. Primero se analiza la evolución reciente de los indicadores de inflación así como los principales factores, tanto internos como externos, que explicaron su comportamiento durante el primer semestre del año. Seguidamente se incluye un panorama del sistema financiero y de la situación fiscal, para luego abordar la proyección de la tasa de inflación en lo que resta del 2002. Finalmente, se incluye un balance de los principales riesgos que se asocian a dicha proyección.

2.1 Evolución de los diferentes índices de precios

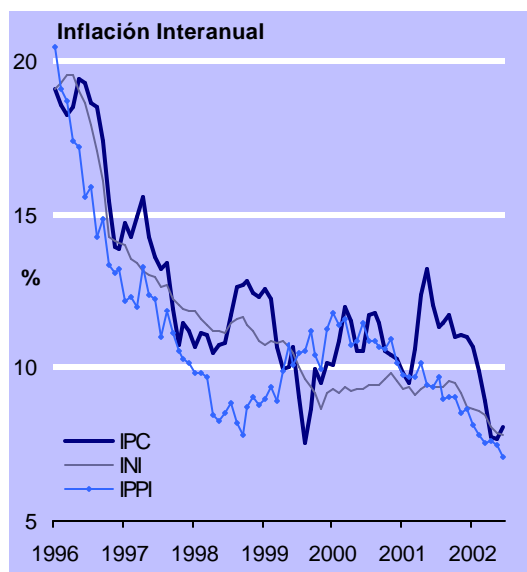
El Índice de Precios al Consumidor (IPC) mostró un crecimiento acumulado de un 3,84% durante los primeros seis meses del año 2002, muy inferior al de igual periodo del año anterior (6,64%). Por otra parte, las variaciones interanuales también muestran una fuerte desaceleración desde finales del año pasado. Así, la variación anual a junio (8,05%) es muy inferior a la observada en junio del 2001 (12,06%) y una de las más baja de los últimos años.

La evolución de la inflación subyacente, aproximada por la tasa de crecimiento interanual del Índice del Núcleo Inflacionario (INI), continúa mostrando una ligera desaceleración al registrar un 7,8% en junio del 2002, porcentaje inferior en 1,6 puntos porcentuales a la tasa registrada en junio del 2001.

2.2 Factores que incidieron en la inflación.

Durante el primer semestre del 2002 pareciera que los efectos coyunturales que más han incidido en la evolución de los precios internos, guardan una marcada similitud con los que han prevalecido a nivel

La variación anual a junio (8,05%) es muy inferior a la observada en junio del 2001 (12,06%)

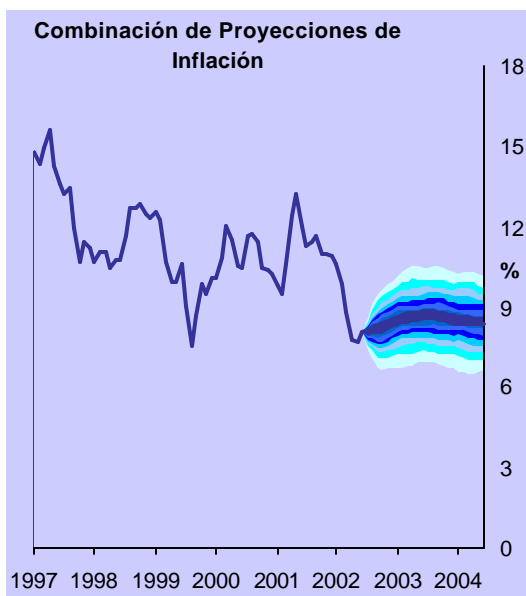


internacional. En términos generales, dicha coyuntura se caracteriza por un entorno favorable para el comportamiento de la inflación, tanto a nivel nacional como internacional,

Desde el punto de vista internacional, los principales elementos que caracterizan el entorno positivo son: i) evolución favorable de los precios internacionales en general, incluyendo el petróleo, ii) debilitamiento de la actividad económica y iii) relajamiento de la política macroeconómica en los países desarrollados.

Desde el punto de vista de los factores internos que se consideran que han favorecido el comportamiento descendente de los precios internos, destacan los siguientes: i) debilitamiento de la actividad económica, ii) evolución favorable de los precios de los bienes y servicios regulados y iii) tendencia a la baja de los precios de los bienes agrícolas.

Las proyecciones obtenidas deben ajustarse siguiendo un juicio económico.



2.3 Proyecciones de inflación

Las proyecciones¹ y sus respectivos límites de confianza se muestran en el gráfico de abanico adjunto. La inflación interanual se proyecta en 8,5% para diciembre 2002 y diciembre 2003 y 8,4% en 24 meses.

Proyecciones ajustadas con criterio económico.

Las proyecciones obtenidas deben ajustarse siguiendo un juicio económico, ya que existe información que los modelos no incorporan. En efecto, existen factores tanto de origen externo como interno que podrían afectar estas proyecciones hacia el alza.

¹ El Banco Central dispone de cuatro modelos que se combinan para proyectar la inflación: un modelo de vectores autorregresivos de transmisión monetaria, un modelo que considera el impacto de los precios del petróleo, un modelo univariable y un modelo que se denomina “ingenuo” que supone que la inflación de los próximos doce meses es igual a la inflación de los doce meses precedentes. Para mayor información acerca de la combinación de proyecciones puede consultarse el Recuadro No 9 del Informe de Inflación de junio de 2001.

Al incorporar estos factores, se estima que la tasa interanual de inflación al finalizar este año será muy cercana al 10%, porcentaje que corresponde a la meta de precios incluida en el Programa Monetario para el 2002.

Proyecciones combinadas para diciembre 2002, 2003 y en 24 meses					
Información al mes	Límite inferior (por ciento)		Media	Límite superior (por ciento)	
	90	50		50	90
Inflación diciembre 2002					
Junio 2002	7.4	8.1	8.5	9.0	9.6
Inflación diciembre 2003					
Junio 2002	7.4	8.1	8.5	9.0	9.7
Inflación en 24 meses					
Junio 2002	7.2	7.9	8.4	8.9	9.5

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

El cuadro adjunto muestra la inflación media proyectada y los límites de confianza al 50% y 90%. De acuerdo con lo previsto, se esperaría que la trayectoria futura de la inflación tienda a *pegarse* a la banda superior proyectada.

2.4 Balance de riesgos.

El supuesto de inflación incorporado en la programación financiera es menos optimista que los resultados que ofrecen los modelos de proyección, debido al cambio en la tendencia esperada en la trayectoria del IPC en los últimos meses del año.

Perspectivas de las finanzas públicas

Tal y como ya se ha mencionado, la evolución actual y futura de las finanzas públicas es el principal elemento condicionante de la inflación en el mediano plazo. En efecto, su persistente deterioro ejerce presiones por el lado de la demanda y le introduce mayores restricciones a la implementación de la política monetaria por parte del Banco Central

Las posibilidades de que se efectúe una pronta y ágil aprobación del proyecto de Ley de Ordenamiento Fiscal en la Asamblea Legislativa son bastante reducidas.

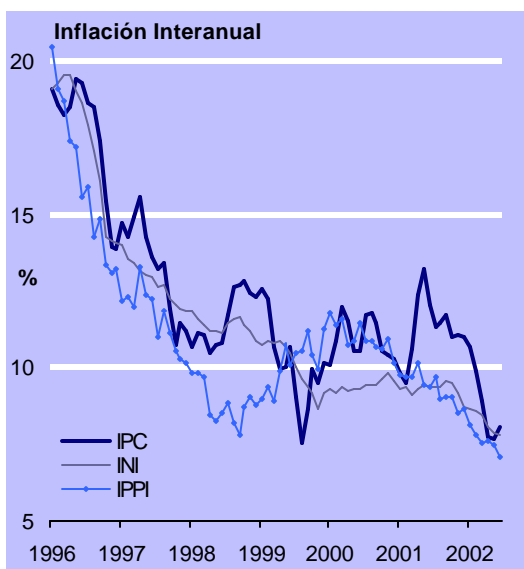
Esta situación provocará un mayor estancamiento respecto al que se observa en la actualidad en los ingresos tributarios, y junto con la elevada rigidez del gasto público inevitablemente se verá reflejado en mayores niveles deficitarios.

Panorama internacional

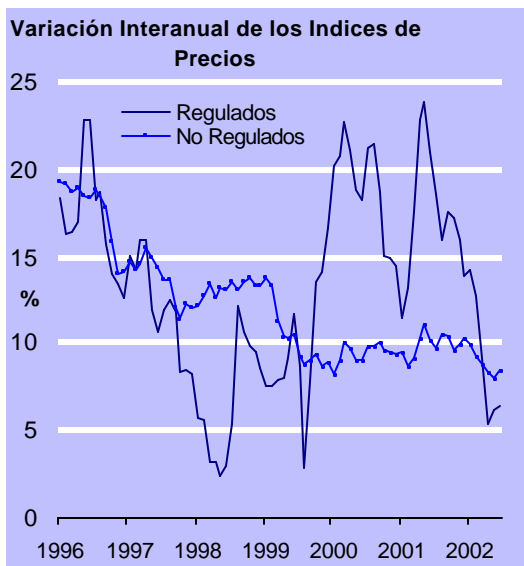
Al observar el comportamiento de los principales indicadores económicos de las economías industrializadas, se llega a la conclusión de que la recesión mundial de finales del año 2001 no fue tan severa como se esperaba.

En el contexto internacional, como ha sido la tónica desde hace un año, el mayor grado de incertidumbre está asociado con la evolución de la economía de los Estados Unidos y el efecto sobre los precios del petróleo de la situación que se vive en Medio Oriente.

La inflación acumulada durante los primeros seis meses del año 2002 fue de 3,84



La desaceleración del IPC se explica en parte por el comportamiento del componente regulado



En este capítulo se efectuará un análisis de la evolución de los principales índices de precios que se utilizan para medir la inflación en nuestro país. Asimismo, se comentarán aquellas variables que se consideran las más importantes para explicar el comportamiento de la inflación en Costa Rica durante el primer semestre del año, tanto a nivel nacional como internacional.

3.1 Evolución de los diferentes índices de precios

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) mostró un crecimiento acumulado de un 3,84% durante los primeros seis meses del año 2002, muy inferior al de igual periodo del año anterior (6,64%). Por otra parte, las variaciones interanuales también muestran una fuerte desaceleración desde finales del año pasado. Así, la variación anual a junio (8,05%) es muy inferior a la observada en junio del 2001 (12,06%) y una de las más bajas de los últimos años.

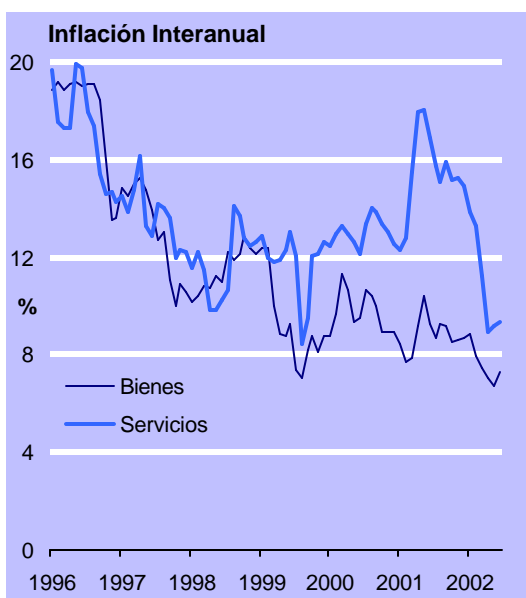
La desaceleración del IPC se explica fundamentalmente por el comportamiento de los precios agrícolas y de las tarifas del componente regulado. No obstante, cabe señalar que el crecimiento acumulado del IPC al mes de junio de 2002, excluyendo los precios de los bienes agrícolas y regulados, se ubica en 4,6% mientras que en el mismo lapso de 2001 fue de 5,2%.

Los bienes agrícolas mostraron una reducción en el precio de aproximadamente un 9,1% en los primeros seis meses del año, contrastando con el aumento de 4,8% en igual período del año anterior. En el caso del componente regulado, su crecimiento acumulado durante este año se ubica en 6%, mientras que en igual período del año pasado fue de 13,6%. Este último resultado podría estar relacionado con los fuertes

incrementos de las tarifas residenciales (agua, electricidad, teléfono) registradas en el 2001 producto de modificaciones tarifarias para eliminar subsidios.

Adicionalmente, otros factores podrían estar explicando la desaceleración de la inflación, tales como la baja presión de demanda y la evolución de los precios internacionales. Es de esperar que el bajo ritmo de crecimiento de estos últimos haya favorecido los precios de las importaciones, ya que los precios de los bienes se han desacelerado a pesar del incremento en la variación nominal del tipo de cambio.

Los precios de los servicios mostraron una variación acumulada de 5%



Cabe destacar algunos detalles de la reducción en el ritmo de crecimiento de los precios. Por ejemplo, los precios de los servicios mostraron una variación acumulada de 5%, la cual es inferior en alrededor de cinco y medio puntos porcentuales a la registrada en igual periodo del año anterior. Asimismo, los precios de los bienes crecieron 1,8 puntos porcentuales menos que el año pasado.

Por otra parte, el Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI) evidencia una desaceleración en lo que va del año de un punto porcentual en relación con el 2001.

La evolución de la inflación subyacente medida por la tasa de crecimiento interanual del Índice de Núcleo Inflacionario (INI) continúa mostrando una ligera desaceleración al registrar un 7,8% en junio de 2002, porcentaje inferior en 1,6 puntos porcentuales a la tasa registrada en junio de 2001. Es pertinente señalar que la desaceleración en este indicador se debe fundamentalmente a que su canasta incluye bienes manufacturados, los cuales han mostrado una importante reducción en el ritmo de crecimiento de sus precios.

3.2 Factores que incidieron en la inflación.

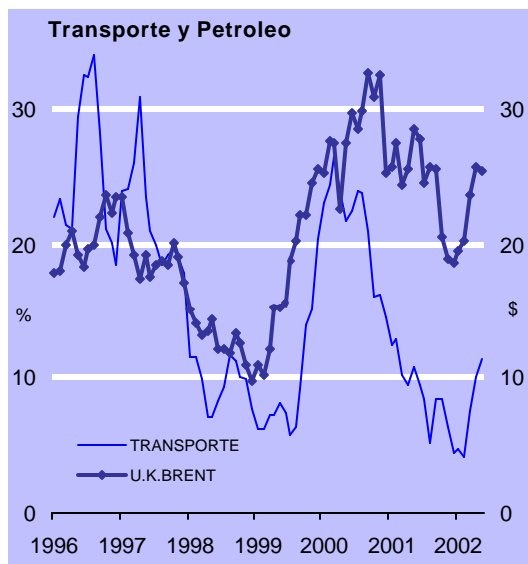
Tal y como se ha mencionado en informes anteriores, la evolución de la tasa de inflación responde al comportamiento de ciertas variables, algunas de las cuales se considera tienen un efecto coyuntural o de corto plazo y otras tienen un carácter más permanente o estructural.

Durante el primer semestre de 2002 pareciera que los efectos coyunturales que más han incidido en la evolución de los precios internos, guardan una marcada similitud con los que han prevalecido a nivel internacional. En términos generales, dicha coyuntura se caracteriza por un entorno favorable para el comportamiento de la inflación, tanto a nivel nacional como internacional.

Dicho entorno ha provocado como consecuencia una disminución de las presiones inflacionarias y por ende una disminución de la tasa de inflación, tanto en los países industrializados como en las economías emergentes y en desarrollo.

Los principales riesgos a futuro desde el punto de vista internacional para esta relativa estabilidad de la inflación, son un posible incremento de los precios del petróleo y que el proceso de recuperación económica global si se llegara a dar en el segundo semestre, principalmente en los Estados Unidos, pueda provocar algunas presiones inflacionarias. En lo que se refiere a los principales riesgos internos, la evolución de las finanzas públicas es el elemento que puede introducir mayor inestabilidad a los precios en el mediano plazo.

Existe cierto grado de incertidumbre en relación con el comportamiento futuro de los precios del petróleo.



Factores externos.

Desde el punto de vista internacional, los principales elementos que caracterizan el entorno favorable son²:

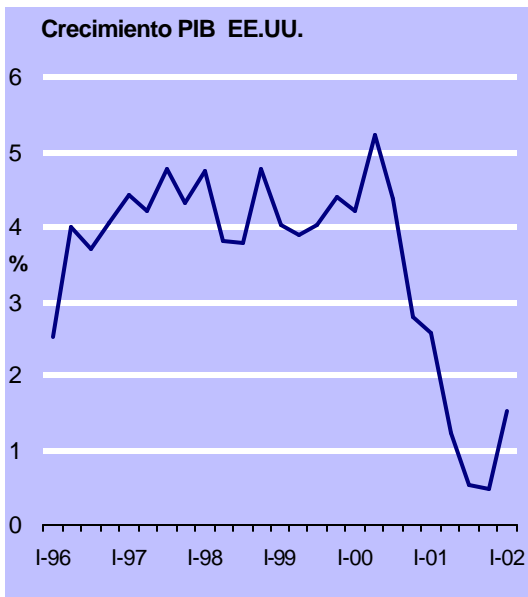
Evolución favorable de los precios del petróleo

Al mes de mayo el precio de barril de petróleo tipo Brent fue de \$ 25,33, lo cual llevó el precio promedio durante los primeros cinco meses del año a \$ 22,87, nivel menor en un 13% al observado durante el mismo período del año precedente (\$26,29) y muy similar al precio promedio del segundo semestre de 2001 (\$22,30). Este comportamiento a la baja se concentró principalmente durante el segundo semestre del año pasado, período en el cual se observó una disminución en el precio de un 33% al final del año en relación con las cotizaciones prevalecientes a finales del primer semestre. No obstante los menores niveles de los precios del crudo en relación con los prevalecientes en el 2001, las cotizaciones durante los primeros cinco meses del año han mostrado un repunte en relación con los precios prevalecientes a finales del año pasado³, aunque dicha tendencia aún no es muy clara. Todavía existe cierto grado de incertidumbre en relación con el comportamiento futuro de los precios del crudo, sobre todo por la potencial influencia de aspectos geopolíticos que se podrían estar gestando principalmente en el Medio Oriente (Ver Recuadro 1).

² Con base en información del *World Economic Outlook* (WEO) del Fondo Monetario Internacional, abril 2002.

³ A inicios del presente año, se observó una coincidencia en los recortes de la producción del crudo a nivel mundial, incluso con la colaboración de países no adscritos a la OPEP, como fue el caso de Rusia, Noruega y México, lo cual no había ocurrido anteriormente.

El panorama económico mundial a finales del primer semestre de este año es un poco más positivo en relación con el prevaleciente a finales de 2001.



Debilitamiento de la actividad económica mundial

Las presiones inflacionarias han continuado disminuyendo a nivel internacional reflejando un débil nivel de actividad económica global. En el caso de Estados Unidos las presiones inflacionarias se mantienen moderadas, coadyuvado por la baja en los precios del petróleo y un exceso de capacidad instalada.

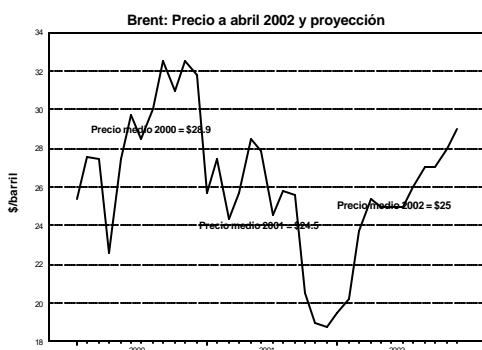
En el área del euro, en el tanto el nivel de crecimiento es menor, las presiones inflacionarias también han disminuido. Luego de un temporal aumento de precios a inicios del año debido fundamentalmente al impacto del cambio de moneda, la tasa de inflación en el área del euro ha sido moderada. Se espera que la inflación subyacente caiga por debajo del 2% en los próximos meses.

Finalmente en el caso de Japón, la deflación continúa siendo la principal preocupación de política económica pues se estima que los precios caerán por cuarto año consecutivo. Japón experimenta su tercera y más severa recesión de la última década.

En las economías industrializadas, se proyecta una baja en la tasa de inflación hasta un nivel de 1,3% en 2002, el menor nivel registrado hasta ahora. No obstante, el panorama económico a finales del primer semestre de este año es un poco más positivo en relación con el prevaleciente a finales de 2001.

Recuadro No. 1 Mercado petrolero

En el primer semestre del 2002 los precios del petróleo se han recuperado después de la fuerte reducción que experimentaron a finales del año anterior, como consecuencia de los ataques terroristas en Estados Unidos. El comportamiento de este mercado estuvo influido por las tensiones políticas en el Medio Oriente y por una mayor incertidumbre en torno al desenvolvimiento de la economía mundial. Estos factores también se perfilan como los principales determinantes de los precios del petróleo en el segundo semestre del año. Así los fundamentales del mercado apuntan a un precio medio para el Brent de \$25 por barril en el 2002¹.



Un elemento que introduce incertidumbre en la evolución de la economía mundial son las decisiones de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) relacionadas con la producción diaria². En efecto, dado que en el cuarto trimestre del 2001 los precios se situaron por debajo del límite inferior del rango establecido por dicha organización para su canasta de precios (\$28-\$22), decidieron recortar la producción a partir de enero de 2002.

La decisión de la OPEP de recortar la producción tuvo un respaldo mayor por parte de sus miembros que el obtenido en recortes anteriores. Por otra parte, obtuvo una cooperación sin precedentes por parte de productores independientes como México y Rusia. Lo anterior ocasionó que en los dos primeros meses del año se alcanzará el 85% del recorte planeado en producción, es decir, del recorte acordado de 5 millones de barriles diarios en el primer bimestre del año, ya se habían sacado del mercado 4,2 millones de barriles.

¹ Los petróleos crudos más importantes como referencia para la fijación del precio son el U.S. West Texas Intermediate (WTI) y el North Sea Brent. Dado que el WTI es más liviano y contiene menos azufre generalmente es más caro que el Brent, sin embargo estos precios tienen variaciones porcentuales muy similares.

² De acuerdo con estimaciones de Energy Information Administration (EIA) los once miembros de la OPEP proveen aproximadamente el 40% de la producción mundial y mantienen el 77% de las reservas mundiales.

El aumento continuo de los precios del petróleo, durante el primer trimestre del 2002, no obedeció exclusivamente al recorte en la oferta. A pesar de esta medida se observó un aumento en los inventarios ya que el recorte de la producción estuvo acompañado de una reducción de la demanda³. Por lo tanto, de acuerdo con los analistas del mercado el aumento en los precios del petróleo se debió principalmente a un mayor premio por riesgo, ya que las crecientes tensiones en el Medio Oriente podrían dificultar el transporte del petróleo a través del Golfo Pérsico. Por esta zona se transporta cerca de una tercera parte del comercio mundial del petróleo.

La incertidumbre política en Venezuela también crea inestabilidad en el mercado de petróleo. Antes de la llegada de Hugo Chávez a la presidencia, ese país había iniciado un ambicioso programa para incrementar la producción de petróleo. El presidente Chávez revirtió esta estrategia y se adhirió a una política de recortes en la producción y precios crecientes. La breve salida del presidente Chávez, en abril pasado, fue interpretada por los participantes del mercado como un abandono a la estrategia de la OPEP por parte de Venezuela y un regreso a su enfoque de maximizar la producción, afectando la cohesión de la OPEP. Esta interpretación del mercado se reflejó en una fuerte caída en el precio que rápidamente fue revertida.

En el segundo semestre es posible que ocurran tanto aumentos como disminuciones en la oferta de petróleo con efectos significativos en los precios. Desafortunadamente, estos cambios son difíciles de proyectar porque se originan por acontecimientos políticos. En las reuniones pendientes de la OPEP se tomarán decisiones acerca de los niveles de producción para el resto del año. Por otra parte, la inestabilidad política en Venezuela, el conflicto palestino-israelí y posibles acciones militares de Estados Unidos contra algunos países árabes podrían jugar un papel importante en la fijación del precio. A pesar de la incertidumbre propia de este mercado, las proyecciones ubican el precio medio del petróleo para el año 2002 en un nivel similar al del año anterior.

³ La fuerte reducción de la demanda mundial de este mercado fue resultado de la recesión económica mundial y al invierno en el hemisferio norte el cual fue uno de los más cálidos en la historia de ese país.

Flexibilización de la política macroeconómica

Dado el contexto mencionado en el punto anterior, las políticas macroeconómicas en las economías industrializadas han sido sustancialmente flexibilizadas desde el año pasado, especialmente en los Estados Unidos en donde se observaron importantes reducciones en las tasas de interés así como algunas disminuciones de impuestos.

Igual panorama mostraron gran número de países emergentes, especialmente en Asia donde vuelve a destacar el caso de Japón, el cual busca implementar opciones adicionales a tasas de interés nominales cercanas a cero para reactivar el nivel de actividad económica.

En el área del euro también se dió una relativa flexibilización de la política monetaria, reflejada por una reducción de 125 puntos base en las tasas de interés.

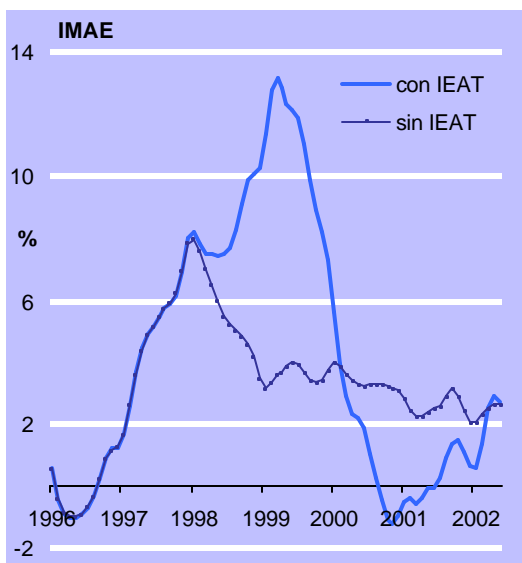
Factores internos.

Desde el punto de vista de los factores internos que se considera favorecieron la desaceleración de los precios internos, destacan los siguientes:

Debilitamiento de la actividad económica doméstica

La tasa interanual de la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) ha venido mostrando tasas decrecientes desde comienzos del 2000. En los últimos meses el comportamiento del IMAE parece haber repuntado, alcanzando el 2.7% y el 2.6% en mayo, con y sin la Industria Electrónica de Alta Tecnología (IEAT), respectivamente. Sin embargo, esta mejora, aparte de ser aún muy reciente para catalogarla como un proceso sostenido, está sujeta al comportamiento que tenga la economía mundial y sobre todo, la de los Estados Unidos en los próximos meses. El

En los últimos meses el comportamiento del IMAE parece haber repuntado.



menor crecimiento observado durante la mayor parte de los últimos dos años, ha provocado que no existan fuerzas de demanda (ni la voluntad de los empresarios para transmitir los aumentos en sus costos a los consumidores) que impulsen los precios internos, lo que podría ayudar en parte a explicar la desaceleración de los precios.

Tal y como se ha venido mencionando en los últimos informes, la evolución del Producto Interno Bruto durante los últimos tres años se ha caracterizado por una desaceleración en su tasa de crecimiento. Lo anterior no solo ha sido como consecuencia del entorno recesivo a nivel internacional (en especial para la industria electrónica), sino también debido a la evolución desfavorable de algunos precios de los principales bienes de exportación (café principalmente) y algunos otros problemas particulares que han implicado reducciones en el nivel de producción de ciertos bienes agrícolas (arroz, melón y banano). Dichos efectos se han trasladado al nivel de ingreso lo cual ha contribuido a reducir las presiones de demanda interna que afectan el crecimiento de los precios⁴.

Evolución favorable de los precios regulados.

Tal y como ya se mencionó en una sección anterior, uno de los elementos que más influencia tiene sobre la evolución de la tasa de inflación es el comportamiento de los precios de los bienes y servicios regulados. El crecimiento acumulado del componente regulado del IPC ascendió a un 6% al mes de junio del presente año, mientras que en igual período del año precedente alcanzó un acumulado de 13,3%.

⁴ Sin embargo, durante el primer cuatrimestre del presente año la actividad económica medida por la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) se incrementó en un 1.9% respecto a igual período del año precedente, cuando todavía se observaron tasas de crecimiento negativas (-1%). Asimismo, el indicador global de actividad económica que excluye la industria electrónica de alta tecnología, registró un crecimiento promedio en el mismo lapso de un 2.5%. Lo anterior pareciera indicar que durante el transcurso del presente año se comenzarán a observar los efectos de una recuperación económica.

Evolución de los precios de los bienes agrícolas

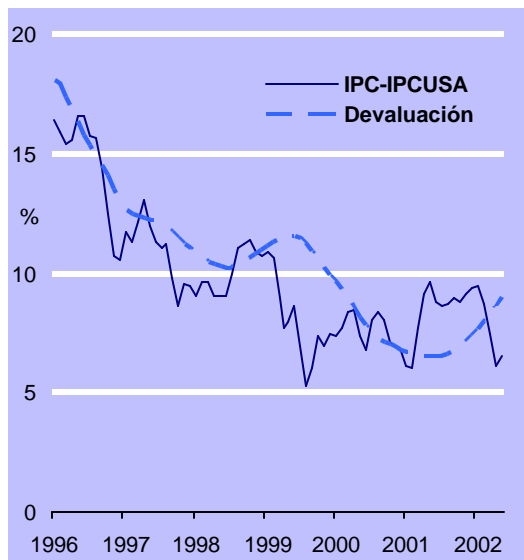
Otro de los componentes del IPC, que como ya se indicó, tuvo una influencia significativa sobre el comportamiento de la inflación, fueron los precios agrícolas (específicamente hortalizas, frutas, legumbres y tubérculos). En los primeros seis meses del año los bienes agrícolas mostraron una reducción en su precio de un 9,1%, cuando en el mismo período del 2001 alcanzó un aumento de un 4,8%.

Existen algunas otras variables coyunturales para las que, si bien no es posible establecer un efecto directo y evidente sobre la evolución de los precios durante el primer semestre del presente año, son importantes de analizar dado que podrían representar en el futuro un elemento de influencia significativa sobre el comportamiento de la inflación. Por otra parte, existen otras variables cuya influencia sobre la inflación tiene una naturaleza más permanente o estructural y no tanto coyuntural. A continuación se comentan las que se consideran más relevantes.

Tipo de cambio

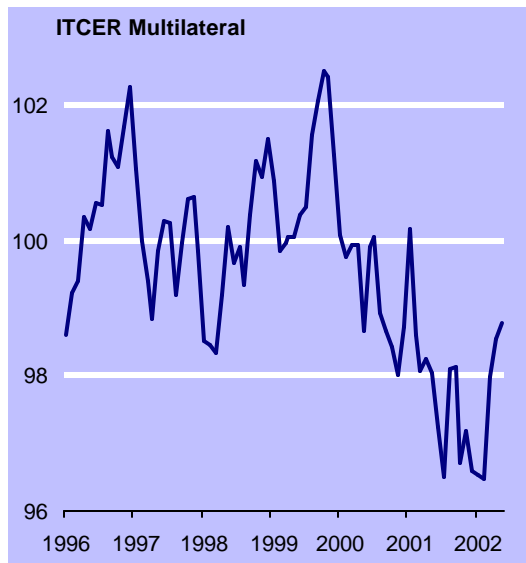
Desde mediados del año pasado la tasa de devaluación ha mostrado una aceleración y durante los primeros meses del 2002, llegó a superar el diferencial de inflación con respecto a los Estados Unidos de América. La pauta de devaluación diaria promedio en la actualidad es de 0.15 céntimos, la cual es mayor a los 0.08 céntimos diarios en el mes de junio del año pasado⁵. Como consecuencia directa de esta mayor pauta, se observó una tendencia creciente en el índice de tipo de cambio efectivo real (ITCER) durante los meses de marzo y abril lo cual no ocurría desde inicios del 2001. En este

Durante los primeros meses del 2002 la devaluación llegó a superar el diferencial de inflación con respecto a los Estados Unidos.



⁵ Esta pauta implicó un aumento en la tasa de devaluación anual de 6,5% en junio de 2001 a 9,4% en junio del presente año.

Se observó una tendencia creciente en el índice de tipo de cambio efectivo real (ITCER) durante los meses de marzo y abril.



sentido, al mes de abril la depreciación acumulada del ITCER fue de casi un 2%.

Dado el comportamiento de los precios internos durante el primer semestre del año, los aumentos de la pauta de devaluación no parecen haber constituido un elemento que incremente las presiones inflacionarias en la economía. Algunos resultados de investigaciones para el caso de Costa Rica sobre la magnitud y velocidad del traspaso de la tasa de devaluación sobre la tasa de inflación (“*pass through*”), muestra también que el valor de dicho traspaso es relativamente pequeño (16% en el corto plazo y un 55% en el largo plazo) y que el desfase oscila alrededor de un período de 10 meses⁶ (Ver Recuadro 2).

⁶ León, Morera y Ramos. “El *pass through* del tipo de cambio: Un análisis para la economía costarricense de 1991 al 2001”, División Económica, Banco Central de Costa Rica. Diciembre 2001.

Recuadro No. 2 “Pass through”: Efecto de una devaluación sobre la Inflación

El grado de traslado de las devaluaciones nominales al nivel de precios (“*pass through*”) en una economía pequeña y abierta es uno de los indicadores más importantes, dado al efecto que este tiene para alcanzar las metas de inflación planteadas y a la vez mantener la competitividad de las exportaciones. Además, muestra el grado de interrelación que existe entre la política cambiaria y la monetaria. La teoría de la paridad de poder de compra indica que el “*pass through*” debería ser completo, es decir que una variación del tipo de cambio se debería reflejar en una variación en los precios internos en la misma magnitud, o lo que es lo mismo:

$$\frac{dp}{de} = 1$$

Sin embargo, la evidencia empírica sugiere que esto no se cumple en el corto ni en el mediano plazo y por el contrario establece que la relación se encuentra entre 0 y 1. Cuanto más cercano a uno sea el coeficiente de “*pass through*”, el traspaso de la devaluación a los precios será mayor. Mientras que si es cercano a cero, indica una inelasticidad total de los precios internos ante variaciones en el tipo de cambio.

El coeficiente de “*pass through*” no es constante a lo largo del tiempo, pues depende de distintos factores macroeconómicos y microeconómicos como son: el grado de inflación en la economía, magnitud de la devaluación, desviaciones del tipo de cambio real de equilibrio, desviaciones del producto potencial y el grado de apertura de la economía, dependencia de insumos importados en la producción nacional. Estas y otras variables hacen que los efectos de una devaluación puedan ser mayores o menores sobre los precios, dependiendo de la situación económica que se esté dando.

Para el caso de Costa Rica se encontró que el principal determinante es la desviación del tipo de cambio con respecto a su valor de equilibrio, en donde a mayor desviación, mayor es el coeficiente de “*pass through*”. Asimismo, la desviación del producto potencial y el grado de apertura de la economía resultaron ser significativos, con una relación directa e inversa, respectivamente.

Regímenes cambiarios y “*pass through*”

En sistemas con minidevaluaciones el coeficiente de “*pass through*” es menor en el corto plazo debido a que los agentes económicos incorporan en sus expectativas de inflación la devaluación de la moneda ya anunciada. Sin embargo, debido a esta indexación el efecto inflacionario de la devaluación permanece dentro de las expectativas de los agentes por más tiempo, produciendo en el largo plazo que las minidevaluaciones sean más inflacionarias con relación a la influencia sobre la inflación que ejerce un sistema de tipo de cambio

flexible, a pesar que este tenga un “*pass through*” mayor en el corto plazo.

Además, la credibilidad que posea la autoridad monetaria influye en gran medida sobre el grado de traspaso, pues en caso que se tenga un tipo de cambio flexible y a la vez una alta credibilidad de metas de inflación, se logra separar las expectativas inflacionarias de las expectativas de tipo de cambio. De esta forma, la autoridad gana grados de libertad a la hora de establecer su política.

Resultados para CR

Para el caso de Costa Rica, en el periodo 1991 al 2001¹ se encontró que este coeficiente de “*pass through*” es relativamente pequeño en el corto plazo, alcanzando un 16% con dos meses de rezago. Mientras tanto, su magnitud aumenta en el largo plazo llegando a un 55% con un periodo de ajuste levemente menor a un año. Estos resultados estarían indicando que la devaluación impone un piso a la inflación en el largo plazo. De esta forma, una devaluación del 8% vendría a generar una inflación de alrededor del 4,4% en el largo plazo.

Otro estudio para el caso de la inflación de bienes transables y no transables², mostró que el coeficiente de “*pass through*” es de 13% y 10% en el corto plazo, y del 68% y 45% en el largo plazo, respectivamente.

El hecho que el coeficiente de “*pass through*” sea menor a uno, da una mayor libertad en cuanto a política cambiaria, pues proporciona mayor independencia a la política monetaria, ya que se rechaza la hipótesis de que una devaluación se traspasará totalmente a los precios internos lo que brinda la posibilidad de obtener depreciaciones reales.

En el último, semestre la tasa de devaluación se incrementó, sin que esto parezca afectar la inflación, cuyo crecimiento se ha desacelerado. Esto estaría señalando una disminución del “*pass through*” para este periodo, lo cual puede deberse a tres condiciones coyunturales: una demanda agregada deprimida, inflación estable y tipo de cambio real sobrevalorado, factores que son determinantes del “*pass through*” y que según se conjugan pueden evitar que el traspaso afecte en gran medida la inflación³.

Mientras estas variables no cambien su condición, es probable que la inflación para este periodo no se vea afectada en gran medida.

¹ León, Morera y Ramos. *El “pass through” del Tipo de Cambio: Un Análisis para la Economía Costarricense de 1991 al 2001*. Banco Central de Costa Rica. 2001.

² Durán, Laverde y León, Estimación del “*pass through*” de Tipo de Cambio en los Precios de los Bienes Transables y No Transables en Costa Rica. NO PUBLICADO. 2002.

³ Idem 1.

Política monetaria

Como parece ser la norma a nivel internacional, la política monetaria durante el presente año ha sido relativamente cautelosa. En efecto, el Banco Central ha procurado acomodarse al contexto macroeconómico, buscando mantener una trayectoria del tipo de cambio que propicie la estabilidad necesaria para consolidar el proceso de reactivación económica.

Lo anterior se reflejó en el manejo de su principal instrumento de política. Mediante las operaciones de mercado abierto el BCCR procuró que las tasas de interés domésticas compensaran el efecto del aumento en la pauta de devaluación del colón y mantener con ello el premio por invertir en moneda nacional⁷.

El comportamiento de los agregados monetarios⁸ durante los primeros cinco meses del año, no se encuentra muy alejado de lo contemplado en la programación monetaria para el 2002. Por su parte, la riqueza financiera del sector privado muestra desde el año pasado cierta estabilidad en su tasa de variación interanual (alrededor del 15%) y continúa destacando el crecimiento interanual del cuasidinero en moneda extranjera comparado con la moneda nacional, lo cual llevó a un aumento en la participación relativa del primero dentro de la riqueza total (35% vs un 31% en moneda nacional).

Política fiscal

En términos generales, la evolución de las finanzas públicas durante el primer semestre del año mostró una tendencia al deterioro en relación con la situación prevaleciente a finales del año pasado. Según cifras preliminares, el déficit del Sector Público Global (SPG) acumulado representó un 2%

⁷ El premio por invertir en colones a seis meses plazo fue cercano a 2 puntos porcentuales al mes de junio, ligeramente superior al observado en los meses previos y en igual período del 2001.

⁸ Se refiere al comportamiento de la base monetaria, medio circulante, M2 restringido y el crédito al sector privado.

del PIB al mes de mayo, cifra que prácticamente duplica la observada a la misma fecha en el 2001.

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

Las finanzas públicas es el principal condicionante para alcanzar una evolución favorable de la tasa de inflación en el mediano y largo plazo. En el tanto el Gobierno no posee la capacidad de generar el suficiente nivel de ahorro para hacerle frente al servicio de una deuda pública creciente, la actual situación no podrá ser sostenible en el mediano plazo.

Con fines de ilustrar con mayor detalle la naturaleza de dicho condicionamiento de las finanzas públicas sobre el proceso inflacionario, a continuación se analizará la perspectiva en la evolución financiera para el 2002 del SPG, con base en la información del primer semestre del año.

Sector Público Global: Resultado Primario y Financiero (porcentaje del producto interno bruto)					
	1998	1999	2000	2001	2002 ^{1/}
Sector público global (I-II-III)					
Resultado primario	1.3	1.1	0.6	1.2	0.3
Gasto neto de intereses	3.3	4.2	4.3	4.2	5.0
Resultado financiero	-2.0	-3.1	-3.8	-3.0	-4.6
I- Gobierno Central					
Resultado primario	0.7	1.4	0.6	1.1	0.5
Ingresos	12.7	12.5	12.4	13.7	13.8
Gastos	11.9	11.1	11.8	12.6	13.3
Gasto neto por intereses	3.2	3.6	3.5	4.0	4.6
Resultado financiero	-2.5	-2.2	-3.0	-2.9	-4.1
II - Resto Sector Público no Financiero					
Resultado primario	0.7	-0.3	0.2	0.3	0.1
Ingresos	15.9	14.6	16.3	18.1	19.9
Gastos	15.2	14.9	16.2	17.7	19.8
Gasto neto por intereses	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.9
Resultado financiero	1.6	0.7	1.0	1.2	1.0
III - Banco Central					
Resultado primario	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
Ingresos	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Gastos	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
Gasto neto por intereses	1.0	1.5	1.6	1.0	1.3
Resultado financiero	-1.2	-1.6	-1.8	-1.2	-1.5
PIB (miles de millones de colones)	3,625	4,512	4,915	5,313	5,961
<small>^{1/} Datos estimados Nota: El resultado primario se define como la diferencia entre los ingresos y gastos excluyendo intereses. Los gastos netos por intereses se definen como gastos menos ingresos por concepto de intereses (valores + y - corresponden a gastos mayores que ingresos de intereses y viceversa). El resultado financiero se define como el resultado primario menos los gastos netos por intereses. Los datos son de la Autoridad Presupuestaria y del Banco Central de Costa Rica, los datos para el año 2002 son proyectados.</small>					

Resultado primario:

La evolución del resultado primario del SPG se espera que muestre un significativo deterioro en el 2002 en relación con los niveles del 2001. Luego de la recuperación mostrada a finales del año pasado la cual rompió la tendencia a la disminución observada desde 1997, para el presente año se estima una caída de casi un punto porcentual en relación con el PIB. Tal y como se mencionó anteriormente, de continuar esta tendencia no solo se estarían gestando mayores presiones inflacionarias

sino que también se disminuiría la capacidad para hacerle frente a la deuda pública y para poder reducirla.

El fuerte deterioro del resultado primario se concentra en el Gobierno Central, el cual apenas se espera que incremente su relación de ingresos respecto al PIB en 0,1 puntos porcentuales, mientras sus gastos crecen en 0,7 puntos porcentuales respecto al mismo indicador. Por el lado de los ingresos, afectarán la eliminación del impuesto selectivo de consumo a las bebidas sin contenido alcohólico y sobre algunos otros rubros, debido a la aprobación de la Ley de Simplificación Tributaria el año pasado. Por el lado de los gastos, afectarán su comportamiento mayores erogaciones por concepto de sueldos y salarios, así como un mayor pago de pensiones y transferencias a instituciones del sector público que impulsan proyectos de carácter social.

En este orden de cosas, el resultado primario del resto del sector público se espera que muestre una disminución de 0,2 puntos porcentuales respecto al PIB. Dicho resultado responde básicamente a incrementos en los gastos de capital del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), asociados con algunos proyectos hidroeléctricos y de telefonía celular y mayores gastos de inversión en la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS) para la construcción de nuevos hospitales y equipamiento de los existentes.

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

Gastos netos por concepto de intereses:

Se espera que los gastos netos por intereses en el SPG se incrementen en 0.8 puntos porcentuales respecto al PIB. Dicho comportamiento se explica por los

resultados del Gobierno Central y Banco Central, pues se esperan incrementos de 0.6 puntos porcentuales en el primer caso y de 0.3 puntos porcentuales del PIB en el segundo por este concepto, respectivamente.

En lo que se refiere al Gobierno Central, el mayor servicio de intereses está asociado a un mayor saldo de la deuda interna. En el caso del Banco Central, se asocia a las mayores necesidades de implementar operaciones de mercado abierto originadas en el hecho de que el Gobierno ya no estaría otorgando parte de la capitalización prevista a esta institución con los recursos provenientes de la factura petrolera⁹ y por el mayor uso esperado de los depósitos del Gobierno en el Banco Central para financiar sus necesidades de gasto.

Resultado financiero:

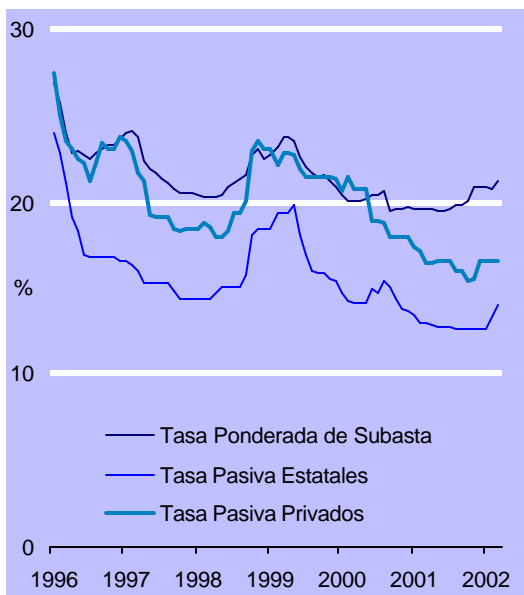
Derivado de la situación comentada anteriormente, esto es, de un desmejoramiento en el resultado primario del Gobierno Central y del Resto del Sector Público no Financiero, así como las mayores erogaciones por concepto de intereses en el Gobierno Central y Banco Central, se espera que el déficit financiero del SPG se incremente en 1.6 puntos porcentuales respecto al PIB, pasando de un -3% en el 2001 a un -4.6% a finales del presente año.

En términos generales, hasta el momento no se han presentado en la economía presiones inflacionarias significativas que se hayan reflejado en un comportamiento alcista de la tasa de inflación. La tendencia descendente en las variaciones interanuales del IPC es reflejo de un entorno, tanto nacional como internacional, caracterizado por algunos sectores económicos altamente deprimidos (industria de alta tecnología y el sector agrícola), mientras que algunos otros sectores en el mejor de los casos presentan

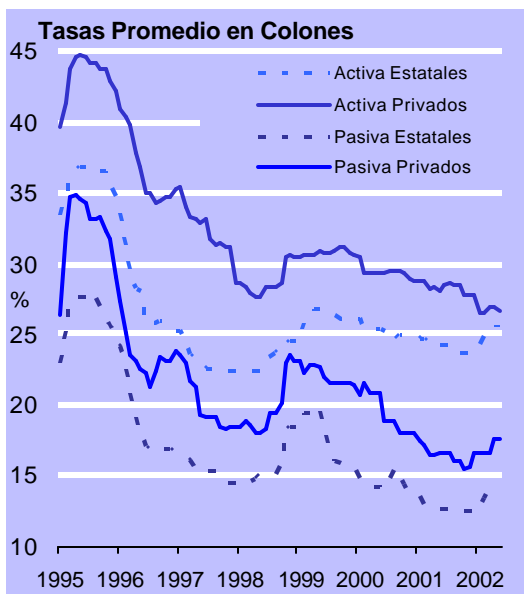
⁹ Estos recursos correspondían a una línea de financiamiento al Gobierno Central por parte del Gobierno de Venezuela, al amparo de lo dispuesto en la Ley 8116 (factura petrolera).

una tímida recuperación. Asimismo, como factores que han coadyuvado a esta coyuntura se destaca el comportamiento de los precios internacionales del crudo.

La tasa de interés de la subasta se ha incrementado para compensar el efecto del aumento en la pauta de devaluación.



Los intermediarios financieros efectuaron incrementos en sus tasas de captación con cierto rezago.



En este capítulo se efectuará una breve revisión de algunas de las principales variables del sistema financiero nacional.

4.1 Tasa de interés de la subasta

La tasa de interés de la subasta se ha incrementado en lo que va del año, comportamiento que respondió principalmente a la necesidad por parte del BCCR de compensar el efecto del aumento en la pauta de devaluación del colón y mantener con ello el premio por invertir en colones a seis meses plazo¹⁰ que se ubicó en 2,4 puntos porcentuales al finalizar el mes de mayo de 2002. En este sentido, la política del Banco ha sido consistente con el objetivo de evitar que continúe la dolarización del ahorro financiero.

Tasas de interés pasivas

Como consecuencia de los ajustes en la tasa de la subasta, los intermediarios financieros efectuaron incrementos en sus tasas de captación con cierto rezago. Consecuencia de estos factores, la tasa básica pasiva bruta se ubicó en 16,73%, superior en 1,57% al término de 2001.

La tasa básica neta expresada en términos reales fue de 6,3% en los primeros cinco meses del año y es la más alta de los últimos 10 meses pudiendo constituir un factor importante para estimular el ahorro en moneda nacional.

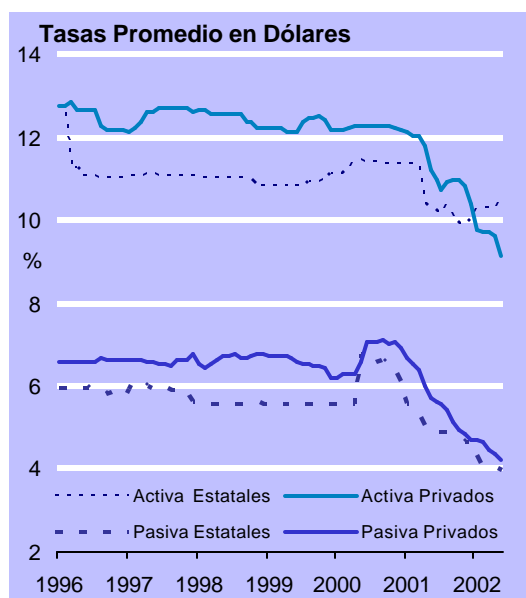
Por su parte, el premio por invertir en colones ha subido ligeramente durante el

¹⁰ Calculado como la diferencia entre la tasa de interés de referencia de los títulos del Banco Central a seis meses plazo colocados en subasta conjunta y la tasa de indiferencia. Esta última toma como referencia la tasa de interés para depósitos a plazo en moneda extranjera que reporta el Banco Nacional a ese plazo y la expectativa de devaluación para el período de vigencia de la inversión.

período en comentario, y se ubicó alrededor de dos puntos porcentuales en términos de la tasa de referencia para la subasta conjunta, premio mayor al ofrecido un año atrás. Esta situación no se ha reflejado en el índice de sustitución monetaria pues, como se comentara con anterioridad, la preferencia por invertir en títulos denominados en moneda extranjera todavía se mantiene.

Las tasas pasivas en dólares¹¹ siguieron mostrando la tendencia decreciente que mantienen desde el tercer trimestre del año 2000.

Las tasas pasivas en dólares siguieron mostrando la tendencia decreciente.



Tasas de interés activas

La evolución de las tasas activas medidas el indicador de tasa activa ponderada, mostró un incremento promedio cercano a 1,2 puntos porcentuales con respecto al registrado a finales de 2001. Este resultado deriva por un lado del alza cercana a tres puntos porcentuales que efectuaron los bancos estatales durante este período en el costo de los créditos en moneda nacional, merced al aumento que tuvo el costo de la captación. Por otro lado, también influyó la disminución en la tasa de encaje mínimo legal para captaciones en moneda nacional de 7% a 5% a partir de febrero de este año y cuyo efecto se apreció en mayor medida en la banca privada.

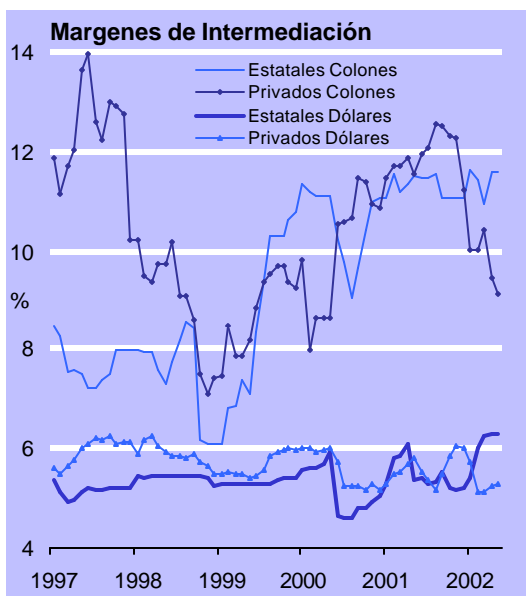
El diferencial entre el costo de endeudarse en colones y en dólares, se ubicó en mayo de 2002 alrededor de 8,0 puntos para los bancos estatales y 7,0 puntos para los bancos privados y significó una disminución de 0,2 puntos con respecto a marzo en el primer caso y un ligero aumento de 0,4 puntos para el segundo grupo de intermediarios.

En cuanto a las tasas de interés activas en dólares¹², continúa la reducción paulatina en

¹¹ Se utilizaron las tasas promedio ponderadas para la banca comercial y las entidades financieras no bancarias.

¹² Medida con los niveles de las tasas activas en dólares de los bancos comerciales para otras actividades.

El margen de intermediación financiera presentó una baja significativa con respecto a marzo de 2001.



las tasas de los bancos privados. En el caso de los bancos estatales el comportamiento ha sido distinto, pues si bien el nivel promedio observado para los primeros cinco meses de este año es inferior al promedio para igual período del año 2001, resulta superior al registrado en el segundo semestre de ese mismo año.

4.2 Margen de intermediación financiera

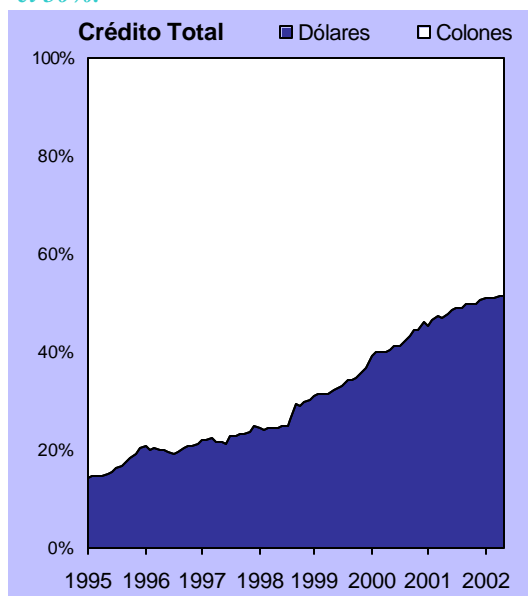
El margen de intermediación financiera¹³ presentó una baja significativa con respecto a marzo de 2001 tanto en el caso de la banca estatal como para la banca privada, ambas explicadas por la reducción de la tasa activa promedio sobre los préstamos y por un leve aumento del costo promedio neto de los fondos. De acuerdo al análisis de los componentes se observa que su disminución en la banca estatal se explica, principalmente, por una reducción en el costo por encaje y en el costo de los valores negociables. En el caso del margen de los bancos privados, la reducción se explica fundamentalmente por la disminución en el costo por encaje, en el costo de las operaciones y en el costo de valores negociables.

4.3 Crédito al sector privado

En lo que respecta al crédito al sector privado, éste creció a una tasa media anual de un 25,6% durante los primeros cinco meses del 2002, tasa similar a la mostrada en igual período del año previo. En términos absolutos, el incremento en el crédito fue de ¢100.000 millones respecto a diciembre (contempla efecto cambiario) y, de dicho monto más del 60% fue concedido en moneda extranjera, particularmente por la banca estatal.

¹³ Medido con la metodología M4: (ingresos por préstamos / préstamos) – (gasto financiero / pasivos de intermediación).

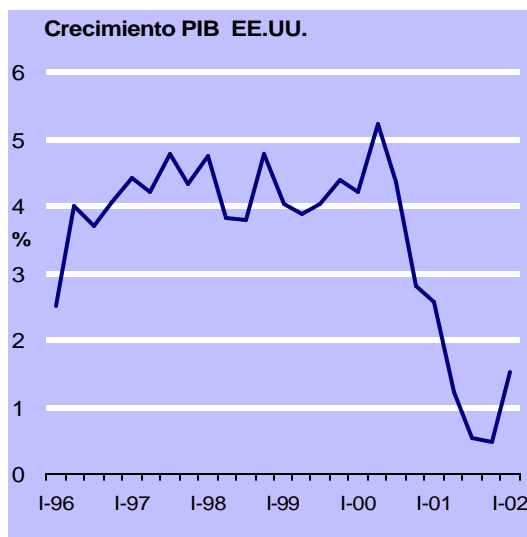
La participación relativa de la moneda extranjera dentro del total de la cartera superó el 50%.



Una característica digna de resaltar se refiere a la evolución del crédito al sector privado por moneda, pues la participación relativa de la moneda extranjera dentro del total de la cartera superó el 50% desde noviembre de 2001 y con cifras preliminares al mes de mayo de 2002, alcanza alrededor del 52%. En este crecimiento de la moneda extranjera los bancos privados tuvieron una mayor participación, ya que un 73% de su cartera total se encuentra en esta moneda y representa aproximadamente el 56% del total del crédito en dólares.

Aún cuando la mayor parte de los bancos han establecido restricciones para evitar el endeudamiento en dólares, los agentes económicos prefieren el financiamiento vía esta moneda particularmente por dos razones: 1) la relación cuota/ingreso, la cual es menor en los primeros años del préstamo; y 2) un mayor costo por endeudarse en colones.

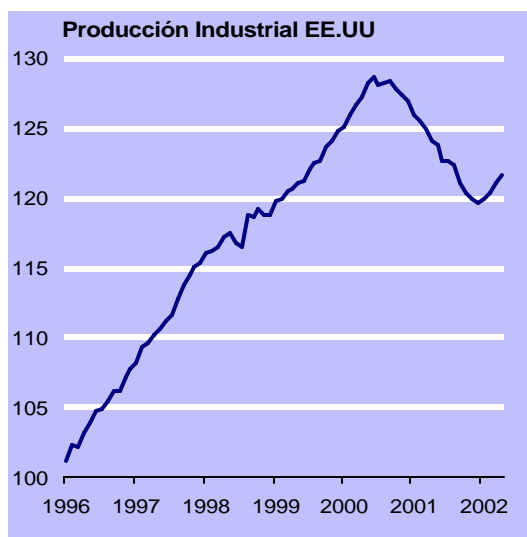
En términos del comportamiento previsto en el Programa Monetario y, de ajustar ese 25,6% por el efecto cambiario, el crédito al sector privado muestra un exceso cercano a los ¢26.000 millones, de los cuales cerca de una tercera parte está explicado por reclasificación de cuentas en uno de los bancos estatales (de cuentas de orden a cuentas de balance), situación que unida a la demanda crediticia supuesta por las entidades bancarias para el presente año, hacen suponer que el crecimiento de este agregado crediticio superará el 15,7% previsto inicialmente en el ejercicio de programación.



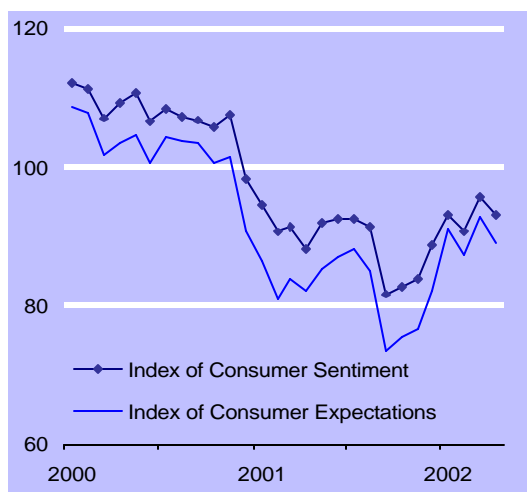
En este capítulo se hace una revisión de los acontecimientos más recientes y las perspectivas de la economía internacional.

Al analizar el comportamiento de los principales indicadores económicos de las economías industrializadas se llega a la conclusión de que la recesión mundial de finales del año 2001 no fue de la magnitud que se esperaba. A pesar de observarse algunos síntomas de recuperación tanto en Estados Unidos como en Europa, la economía japonesa continúa sin manifestar síntomas de una recuperación importante de su demanda doméstica.

5.1 Evolución de la economía de Estados Unidos¹⁴



En el caso de Estados Unidos, existían dudas sobre la efectividad de la política de reducción de tasas de interés llevada a cabo por la Reserva Federal, pues se argumentaba que dicha reducción no se traduciría en una caída del nivel de las tasas de interés reales. Además, se consideraba que la reducción de impuestos apoyada por el Congreso no iba a significar un mayor empuje a la demanda debido al retraso en su aprobación y a que la reducción estaba dirigida hacia los grupos de mayores ingresos de la población. No obstante, en los últimos meses se ha observado cierta recuperación de la actividad manufacturera. Algunas fuentes como el FMI en su World Economic Outlook destacan que la producción manufacturera ha comenzado a repuntar, el mercado de vivienda se ha mantenido fuerte, las ventas al detalle continúan robustas y la tasa de desempleo se ha reducido, todo en una coyuntura con moderadas presiones inflacionarias.

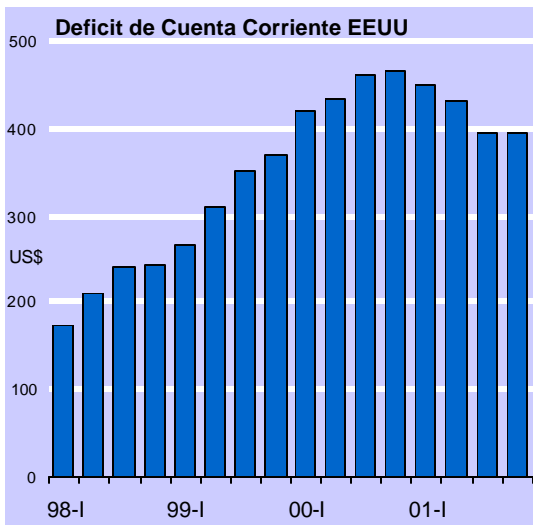


¹⁴ Para mayores detalles sobre la relación entre el ciclo económico de Costa Rica y el de Estados Unidos véase el Informe de Inflación de enero, 2002, recuadro No.2

La tasa de desempleo (5,8 a mayo) es de las más altas de los últimos ocho años.



Estados Unidos puede tener problemas para financiar su abultado déficit de cuenta corriente

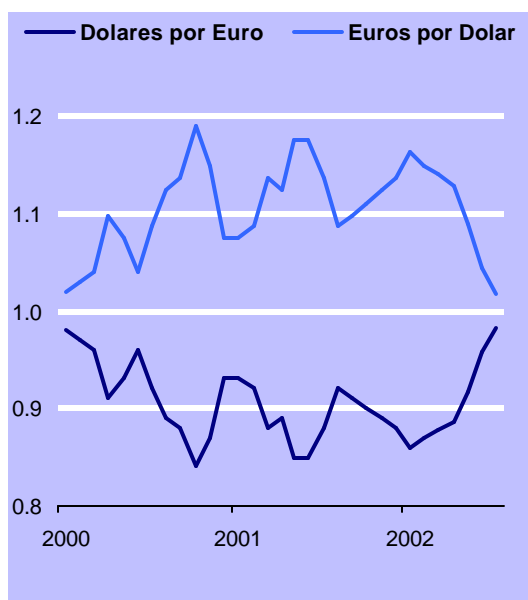


En particular, se espera un repunte del sector de alta tecnología debido a que, según algunos analistas, las compañías norteamericanas deben empezar a preocuparse en renovar su tecnología y el ciclo de renovación se está acercando. La última vez que las compañías americanas se renovaron tecnológicamente de una forma masiva fue en 1999. Se espera que un nuevo ciclo beneficie a todo el sector de computadores y de semiconductores.

Por su parte, el índice de Confianza del Consumidor publicado por la Universidad de Michigan muestra un nivel de 92,4 en la encuesta de junio. La caída en relación con el nivel alcanzado en mayo refleja un cambio en las expectativas de los consumidores quienes, en general, perciben que la desaceleración de la economía norteamericana va a ser más duradera de lo que pensaban.

Si bien la recesión en los Estados Unidos no ha probado ser tan profunda como algunos analistas esperaban, tampoco es probable que se dé una recuperación de la economía durante el segundo semestre en circunstancias tan optimistas como las que se pronosticaban en marzo. Aún no existe un panorama claro sobre las verdaderas posibilidades de crecimiento de la economía de Estados Unidos. Especialistas mantienen algunas dudas sobre la posibilidad de observar un repunte durante el segundo semestre. En particular, se considera que las empresas mantienen un exceso de capacidad instalada y muestran poca inclinación a invertir, lo que podría deteriorar el relativo optimismo que mantienen los consumidores si no se observan mejoras en el mercado de trabajo que todavía luce débil. La tasa de desempleo (5,8 a mayo) es de las más altas de los últimos ocho años y se estima que el último año se perdieron cerca de 100.000 empleos.

Un debilitamiento gradual y moderado del dólar puede ser beneficioso en la actual coyuntura mundial.



Para Paul Krugman¹⁵, el origen del fuerte optimismo sobre el futuro de la economía estadounidense está en una “falsa analogía” de la situación actual con la que vivía Estados Unidos en 1982-83. En ese entonces, la economía se mantenía reprimida por las altas tasas de interés, por lo que era de esperarse un resurgimiento en el momento que el FED promoviera una política monetaria menos restrictiva. La situación actual es claramente diferente a la de aquella época, pues no se observan fuentes potencialmente importantes de estímulo de la demanda.

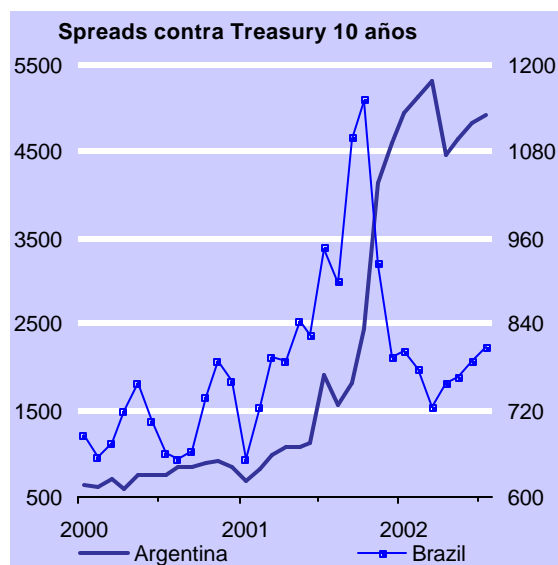
Krugman anota una debilidad importante de la economía norteamericana al señalar las dificultades que pueden enfrentar los Estados Unidos para financiar su abultado déficit de cuenta corriente (4,2% del PIB esperado en el 2002). Otra diferencia importante que señala en relación con la crisis de 1982, es el desencanto internacional en los mercados de valores de EE.UU., agravado por los recientes escándalos financieros relacionados con las “agresivas” prácticas contables y políticas de comisiones de algunas grandes corporaciones norteamericanas (Enron, Merrill Lynch, Adelphia, Xerox, WorldCom y Merck, por ejemplo), lo cual podría afectar seriamente los flujos de capital hacia los EE.UU. y con ello el precio relativo del dólar.

De hecho, en lo que va del presente año el dólar ha perdido 2,4% de su valor frente al yen japonés y 6% frente al euro. Un debilitamiento gradual y moderado del dólar puede ser beneficioso en la actual coyuntura mundial. No obstante, algunos analistas consideran que si el dólar mostrara una fuerte depreciación, se observarían efectos importantes en los mercados financieros. En particular, podría producirse una caída en el precio de las acciones y de los bonos de los EE.UU. en la medida que los inversionistas

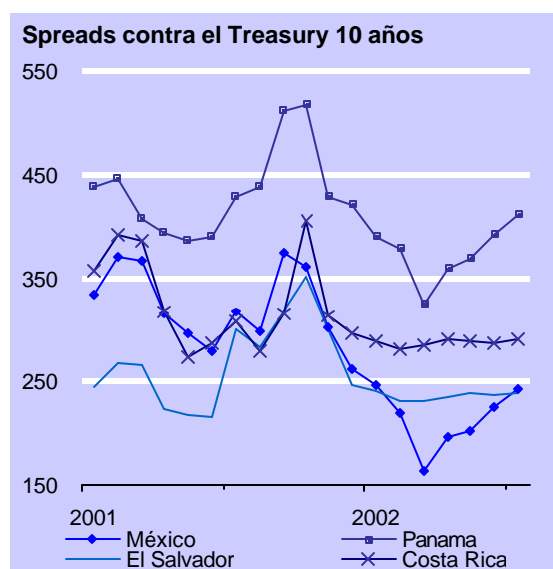
¹⁵ Krugman, Paul. “Where’s the Boom?”. Página de Opinión del New York Times, 28 de mayo, 2002

retiren sus fondos como resultado de la depreciación, con el consecuente impacto sobre la confianza de consumidores y empresarios.

5.2 Efectos de la crisis argentina



Los agentes económicos en el mercado financiero ahora hacen una mejor diferenciación entre el riesgo de país y el riesgo de región.



Por su parte, en el último Informe de Inflación se manifestaban algunas preocupaciones sobre el efecto que la crisis argentina podría tener sobre la cotización de la deuda pública de los países emergentes en general y de los países de América Latina en particular. Afortunadamente, los efectos no resultaron tan significativos como se esperaba. La principal razón de este comportamiento es que los agentes económicos en el mercado financiero ahora hacen una mejor diferenciación entre el riesgo de país y el riesgo de región. Como se muestra en el gráfico adjunto, al comienzo de la crisis argentina se observaron algunos efectos sobre la cotización de los bonos de otros países latinoamericanos. Sin embargo, pocos meses después se dio una corrección hacia la baja en las primas de riesgo, las cuales llegaron a niveles incluso menores que las prevalecientes a inicios de la crisis. Esto reduce las probabilidades de un contagio de la crisis de una manera importante.

Adicionalmente, es probable que los efectos hayan sido atenuados por una falta de confianza de los inversionistas en otros mercados que se perciben como más seguros, tales como el de EE.UU (debido a los recientes escándalos corporativos y expectativas de una fuerte depreciación del dólar) y la zona del Euro. Es decir, luego de la caída de Argentina no se percibía otro mercado con expectativas fuertes de crecimiento y rentabilidad como para que provocara una salida importante de capitales desde los países emergentes, lo cual contribuyó a mantener una relativa estabilidad en otros mercados sensibles a cambios importantes en el riesgo soberano.

5.3 Perspectivas de América Latina

Recientemente ha surgido un grado importante de incertidumbre sobre la situación de otras economías latinoamericanas, particularmente la de Brasil y sus posibles efectos sobre el resto de la región.

A pesar del progreso en alcanzar altos superávits primarios en los últimos años, Brasil ha venido acumulando un importante volumen de deuda pública que representa un 54% del producto. Estos niveles de deuda no serían un problema con un superávit primario de 4% del PIB si Brasil creciera a tasas de más del 3% por año y pagara tasas de interés reales menores al 11% anual. Sin embargo, el crecimiento de la economía se desaceleró y las tasas reales se han mantenido altas, situación que provocó déficits financieros cercanos al 4% del producto y un incremento sostenido en la razón deuda/PIB.

Esta vulnerabilidad macroeconómica unida a la incertidumbre sobre la continuidad de la política económica en un eventual gobierno de Ignacio Da Silva y algunas reformas recientes en el mercado financiero, han provocado una importante salida de capitales, una depreciación del real y un fuerte aumento del riesgo país, el cual llegó a ser de 17 puntos porcentuales a finales de junio.

El riesgo de contagio se mantiene presente aunque no hay consenso entre los analistas sobre sus posibles efectos. Por ejemplo, Uruguay recientemente abandonó la banda cambiaria permitiendo una depreciación del peso de 16% con respecto al dólar de los EE.UU. Sin embargo, este resultado parece estar más asociado con el retiro masivo de depósitos de los argentinos en bancos uruguayos como resultado del “corralito” financiero, que con la reciente “crisis” brasileña.

En este capítulo se efectuará un comentario acerca de los principales cambios en los supuestos y metas de la programación monetaria del Banco Central para lo que resta del 2002, en relación con lo establecido a finales del año pasado. Seguidamente, y tomando como punto de partida los principales cambios en los supuestos de la programación monetaria y en el entorno internacional, se incluye la proyección de la tasa de inflación para diciembre de 2002 y de 2003 y una proyección para los próximos 24 meses con base en información a junio del presente año¹⁶, así como la consideración de ciertos acontecimientos que desde el punto de vista económico podrían variar dicha proyección. Finalmente, se efectúa un balance de los principales riesgos que se vislumbran pueden ser condicionantes de las proyecciones de inflación anteriormente mencionadas.

6.1 Revisión de las metas del Programa Monetario

La revisión del Programa Monetario para el 2002 implicó cambios en algunos de los supuestos originales fundamentalmente por las siguientes razones:

- ✓ En lo que va del año se ha consolidado una mejoría en las perspectivas de crecimiento económico mundial, especialmente en Estados Unidos y Europa.
- ✓ Con base en la evolución observada al primer cuatrimestre del año, las opiniones externadas por varias empresas encuestadas y algunos indicadores macroeconómicos, se

¹⁶ El Banco Central dispone de cuatro modelos los cuales se combinan para proyectar la inflación: un modelo de vectores autorregresivos de transmisión monetaria, un modelo que considera el impacto de los precios del petróleo, un modelo univariable y un modelo denominado “ingenuo” (el cual supone que la inflación de los próximos doce meses es igual a la inflación de los doce meses precedentes). Para mayor información acerca de la combinación de proyecciones puede consultarse el Recuadro No 9 del Informe de Inflación de junio de 2001.

estima que el producto interno bruto a precios constantes aumentará en un 3,6% en el 2002.

✓ La evolución de las principales variables del sector externo en la primera mitad del presente año, permite inferir que en el 2002 el déficit de la cuenta corriente alcanzaría un 5,5% del producto interno bruto.

✓ Según cifras preliminares, el déficit del Sector Público Global Reducido (SPGR), acumulado a mayo de 2002, representó un 2,0% del PIB, pues los sectores componentes del SPGR presentaron un deterioro en sus resultados financieros con respecto a los de igual lapso del año anterior.

✓ La desaceleración que ha experimentado el ritmo de crecimiento de los precios internos, la cual se explica fundamentalmente por condiciones internas, especialmente por el comportamiento de los precios agrícolas y de las tarifas del componente regulado. Además, podría estar incidiendo una baja presión por el lado de la demanda y la evolución de los precios internacionales.

En vista de la situación anterior se estimó conveniente realizar algunos ajustes estableciendo los siguientes supuestos, metas y objetivos:

- Dadas las condiciones tanto externas como internas ya mencionadas en este informe, la política monetaria del Banco Central en lo que resta del 2002, se mantiene orientada a alcanzar un crecimiento anual del IPC en torno al 10%. Dado el comportamiento esperado de las tasas de interés en moneda extranjera y del tipo de cambio, se prevé que el premio por invertir en colones sea de aproximadamente dos puntos porcentuales con respecto a la tasa básica neta y de tres puntos porcentuales con respecto a la tasa de

interés de los títulos del BCCR a seis meses plazo.

- El producto interno bruto crecerá alrededor de un 3,6% en el 2002, incluyendo la producción de la IEAT y un 2,7% excluyendo el aporte de esa industria.
- La situación financiera del Sector Público Global Reducido prevista para el término del 2002 será más desfavorable que la considerada en el programa monetario original, en casi un punto porcentual del PIB. Esto debido a que todos sus componentes presentarán un deterioro en su situación financiera; en particular, el Gobierno estaría generando un mayor déficit por el equivalente a 0,4 puntos porcentuales del PIB, el resto del SPNFR un superávit menor en 0,4 puntos porcentuales del PIB y el BCCR un déficit mayor en 0,1 puntos porcentuales del PIB.
- El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos será el equivalente a 5,5% del PIB en el 2002 y la cuenta financiera será superavitaria y permitirá mantener un nivel de reservas internacionales netas similar al observado para el cierre del 2001.
- En el segundo semestre del 2002, la política cambiaria también procurará atenuar el debilitamiento en la rentabilidad relativa de los sectores domésticos que producen para el mercado mundial y buscará impedir el deterioro en la posición del sector externo consecuencia de la incertidumbre que persiste en la economía internacional. De mantenerse la pauta de ajuste del tipo de cambio nominal en quince céntimos diarios para lo que resta del 2002, la variación del precio del dólar se ubicará en 10,8% (diciembre del 2001–diciembre del 2002).

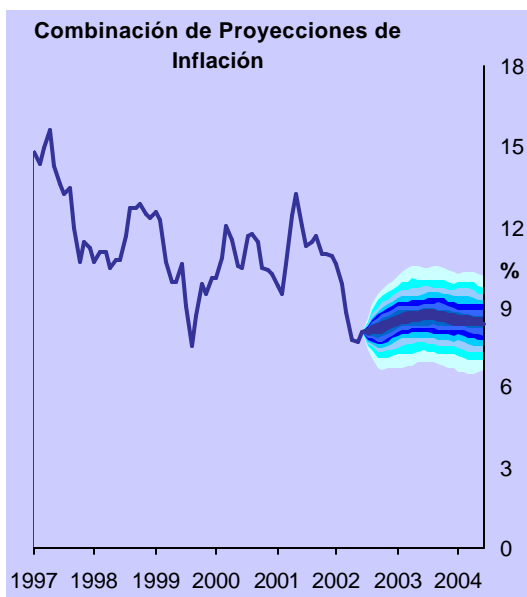
6.2 Proyecciones de inflación

El Banco Central utiliza la técnica de combinar en una sola proyección las distintas proyecciones de inflación de modelos individuales, como punto de partida en la toma de decisiones respecto de sus metas de inflación. Para realizar estas proyecciones se utilizan dos modelos de series de tiempo (ARMA e ingenuo) y dos modelos VAR (lineal y no lineal).

Supuestos

Con información observada al mes de junio de 2002 se proyectó 24 meses hacia delante, es decir, hasta junio de 2004. Las proyecciones reflejan los siguientes valores para sus condicionantes: (1) precio de petróleo promedio de \$25 por barril para 2002 y \$27 por barril para el 2003; actualizado con base en las diferentes fuentes consultadas. (2) Incremento nominal del tipo de cambio de un 10,8% para 2002, con base en la revisión del Programa Monetario. (3) Una tasa de interés mundial que permanece constante, e igual a 1,70%, durante el horizonte de proyección. El precio de petróleo, y la tasa de interés mundial se refieren respectivamente al precio Brent, y el rendimiento sobre letras del tesoro de Estados Unidos a 90 días.

La inflación interanual se proyecta en 8,5% para finales de año.



Resultados

Las proyecciones y sus respectivos límites de confianza se muestran en el *gráfico de abanico* adjunto. La inflación interanual se proyecta en 8,5% para diciembre 2002 y diciembre 2003 y 8,4% en 24 meses.

Proyecciones ajustadas con criterio económico

Las proyecciones obtenidas deben ajustarse siguiendo un juicio económico, ya que existe información que los modelos no incorporan. En efecto, existen factores tanto de origen externo como interno que podrían

afectar estas proyecciones hacia el alza, los principales son:

1. Algunos ajustes en las tarifas de servicios regulados pendientes.
2. La evolución de la economía de los Estados Unidos y la situación de inestabilidad en los precios internacionales del petróleo podría continuar a raíz de los conflictos bélicos en el Medio Oriente y del terrorismo internacional.
3. En el mediano plazo la eventual aprobación del proyecto que incorpora las propuestas de los ex-ministros de Hacienda.
4. El posible efecto sobre las tarifas de transporte que tendría la entrada en vigencia de la revisión técnica de vehículos automotores.
5. La alta variabilidad en las condiciones climáticas que ha experimentado el país en los últimos meses, unido a que usualmente en el segundo semestre del año la producción agrícola resulta más afectada por este tipo de fenómenos.

Con base en lo anterior, se estima que la tasa interanual de inflación al finalizar este año será muy cercana al 10%, porcentaje que corresponde a la meta de precios incluida en el Programa Monetario para el 2002.

El cuadro adjunto muestra la inflación media proyectada y los límites de confianza al 50% y 90%. De acuerdo con lo previsto, se esperaría que la trayectoria futura de la inflación tienda a *pegarse* a la banda superior proyectada.

Proyecciones combinadas para diciembre 2002, 2003 y en 24 meses					
Información	Límite inferior (por ciento)		Media	Límite superior (por ciento)	
al mes	90	50		50	90
Inflación diciembre 2002					
Junio 2002	7.4	8.1	8.5	9.0	9.6
Inflación diciembre 2003					
Junio 2002	7.4	8.1	8.5	9.0	9.7
Inflación en 24 meses					
Junio 2002	7.2	7.9	8.4	8.9	9.5

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

6.3 Balance de Riesgos

El supuesto de inflación incorporado en la programación financiera es menos optimista que los resultados que ofrecen los modelos de proyección, debido al cambio de tendencia esperada en la trayectoria del IPC en el segundo semestre del año.

En el contexto internacional, como ha sido la tónica desde hace un año, el mayor grado de incertidumbre está asociado con la evolución de la economía de los Estados Unidos y el efecto sobre los precios del petróleo derivado de la situación que se vive en Oriente Medio (Ver Capítulo 5 y Recuadro 1).

En el contexto doméstico, se mantiene la preocupación por el deterioro de las finanzas públicas y el efecto de los ajustes de precios que se han venido posponiendo. En efecto, tal y como ya se ha mencionado, la evolución actual y futura de las finanzas públicas es el principal elemento condicionante de la inflación en el mediano plazo.

Dentro de las proyecciones que se han elaborado con el fin de tener una perspectiva de la evolución futura de las finanzas públicas en los próximos años y de cómo dicha evolución puede afectar el desenvolvimiento macroeconómico en general, vale la pena destacar la proyección efectuada por la Comisión ad-hoc de Exministros de Hacienda en su informe a la Presidencia de la República y que se hizo pública el mes de abril del presente año bajo el título Agenda de Transformación Fiscal para el Desarrollo.

En dicho informe se efectuó una proyección de la situación fiscal denominada “pasiva” la cual sería una situación en la que no se tomarían medidas correctivas en materia de saneamiento de las finanzas del Gobierno. Con el apoyo de equipo técnico del Ministerio de Hacienda, la Comisión

procedió a elaborar dicha proyección, cuyos principales resultados son los siguientes:

- El déficit financiero del Gobierno Central representaría casi un 12% del PIB a finales del 2006¹⁷.
- En este último año el gasto por intereses equivaldría al 62% de los ingresos tributarios.
- La tasa de inflación aumentaría sustancialmente. En este punto se menciona que se tomó como base una tasa de inflación del 17%, aunque la experiencia internacional muestra que los países con situaciones fiscales como la prevista muestran un comportamiento explosivo de la tasa de inflación con porcentajes de variación superiores al 50%.
- Estancamiento y posibles contracciones en el nivel de actividad económica.
- La deuda del Gobierno Central alcanzaría en el 2006 a un 56% del PIB¹⁸.

El escenario activo sería aquel en el cual se logran implementar una serie de acciones correctivas las cuales la Comisión clasificó en las siguientes áreas: reforma integral del gasto en el Gobierno Central e instituciones públicas, racionalizar el tamaño de la deuda pública interna, aumento de la base tributaria y reforma de los principales impuestos existentes (renta y de ventas), así como el establecimiento de algunos nuevos tributos y , finalmente, modernización de la administración tributaria y combate de la evasión.

La estrategia seguida por el actual Gobierno para enfrentar la problemática fiscal, una vez que este asumió el poder en mayo pasado, se ha concentrado en el envío a la Asamblea Legislativa del proyecto de Ley de Ordenamiento Fiscal, la cual contiene cambios en tributos como el de la renta, el impuesto al valor agregado (IVA), el de los

¹⁷ Esta estimación puede considerarse actualmente como conservadora si se toma en cuenta que la proyección de la Comisión suponía que la relación del déficit respecto al PIB en el 2002 sería de un 3.9% cuando en la actualidad se espera que alcance un 4.1% en el Gobierno Central.

¹⁸ Esta relación se compara con un 39% que representó dicha relación a inicios del presente año.

combustibles, el gravamen por salida del país y el impuesto a las sociedades anónimas, entre otros. Asimismo, también contempla la derogación de una gran cantidad de impuestos menores, la creación de una Agencia Nacional de Recaudación, reformas al Código Tributario, y reformas a varios regímenes de pensiones.

Sin embargo, las posibilidades de que se efectúe una pronta y ágil aprobación de dicho proyecto de ley en la Asamblea Legislativa son bastante reducidas. El proyecto ha encontrado una gran oposición por parte de las diferentes fracciones, las cuales argumentan que la estrategia para atacar la problemática fiscal debe iniciar con una fuerte reforma del gasto público y no por una reforma tributaria. Por otro lado, también se argumenta que el proyecto es bastante denso y complicado al incluir una gran cantidad de reformas en diferentes ámbitos (ingresos, gastos, pensiones, aduanas, eficiencia en la recaudación) lo cual puede ser un obstáculo para darle un trámite expedito en el plenario.

Existen algunas iniciativas que pretenden que el trámite del proyecto se realice por partes de acuerdo con la temática antes detallada, opción que si bien puede disminuir los obstáculos de la complejidad del proyecto, no proporciona mayor agilidad en su aprobación, todo lo contrario, se produciría un mayor retraso en la aprobación de todas las reformas propuestas.

Esta situación provocará un mayor estancamiento respecto al que se observa en la actualidad en los ingresos tributarios, y junto con la elevada rigidez del gasto público inevitablemente se verá reflejado en mayores niveles deficitarios. A su vez, esta situación deficitaria se combina con el hecho de que se siga acentuando la mayor dependencia del Gobierno Central en el financiamiento proveniente del sector privado, especialmente si se toma en cuenta que se espera para este año un menor

Recuadro No. 3 Política cambiaria: flexibilización vs. esquemas cambiarios rígidos

Luego de la crisis argentina se ha reactivado el debate sobre la conveniencia de mantener esquemas cambiarios poco flexibles en un contexto de libre movilidad de capitales y fragilidad de las finanzas públicas.

Disciplina Fiscal y Régimen cambiario

Una de las enseñanzas de la crisis argentina, es que esquemas cambiarios rígidos no son por sí mismos una fuente de disciplina fiscal. Por el contrario, este tipo de esquemas pueden resultar contraproducentes cuando los déficit fiscales son excesivos y se traducen en niveles crecientes de endeudamiento con respecto al PIB. La inflexibilidad cambiaria retarda la respuesta del mercado, lo cual reduce la presión sobre los responsables del manejo de las finanzas públicas para realizar el ajuste incrementando los costos de una eventual crisis de deuda.

En este sentido, se argumenta que la combinación de un régimen cambiario flexible y movilidad de capitales provee la mejor forma de garantizar disciplina fiscal si se considera que la depreciación de la moneda, que se produce cuando el mercado anticipa una crisis de deuda, y la expectativas de inflación o efectos redistributivos que se generan a partir de ella, son consecuencias indeseables para la sociedad.

Endeudamiento en moneda extranjera

Algunos autores señalan que los esquemas cambiarios poco flexibles promueven el endeudamiento en moneda extranjera al reducir el riesgo asociado a variaciones en el tipo de cambio. En la medida que este financiamiento vaya dirigido a actividades productivas de bienes no transables se produce una exposición importante de los balances de los bancos ante eventuales ajustes del tipo de cambio provocados por factores externos o domésticos (Véase Informe de Inflación, enero 2002).

En este caso, una mayor flexibilidad cambiaria introduciría mayor incertidumbre lo cual llevaría a reducir la demanda de crédito en moneda extranjera o a que se provean los mecanismos de cobertura necesarios para reducir la exposición cambiaria lo cual reduciría los efectos negativos sobre el sistema financiero y la demanda doméstica.

Un régimen cambiario más flexible permitiría también la implementación de una política monetaria más independiente y, en consecuencia,

mejorar la capacidad del banco central para alcanzar reducciones adicionales en la tasa de inflación. Además, como ha quedado demostrado en las crisis sufridas por algunos países de América y Asia, se podría mejorar la capacidad de respuesta de las autoridades ante choques adversos para la economía y así reducir el costo para la sociedad de eventuales crisis.

Costa Rica y las “minis”

Max Corden¹, en una publicación reciente², hace un repaso de los diferentes esquemas de política cambiaria presentes en América Latina y otros países emergentes y analiza los pros y contras de diferentes tipos de régimen de acuerdo con las condiciones macroeconómicas prevalcientes en cada caso. De acuerdo con la categorización realizada por Corden, el régimen cambiario de Costa Rica podría catalogarse como de un “*crawling peg*” pasivo, donde el objetivo de política es el tipo de cambio real³. En estos casos la política cambiaria valida los efectos de la expansión monetaria y el crecimiento de los salarios.

El consenso general en la literatura económica luego de la experiencia de las últimas crisis es que este tipo de esquemas deberían evitarse cuando en una economía prevalecen condiciones de alta movilidad de capitales y creciente liberalización comercial y desarrollo de los sistemas financieros. Si bien el esquema ha funcionado sin mayores dificultades en Costa Rica durante los últimos 18 años, vale la pena analizar su viabilidad en términos del apoyo que requiere la implementación de políticas destinadas a lograr reducciones adicionales en la tasa de inflación y atenuar los efectos de potenciales choques externos e internos negativos

¹ Profesor de Economía Internacional en la Escuela de Estudios Internacionales Avanzados de Johns Hopkins University

² “Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes” MIT Press, Cambridge MA. 2002

³ En el *crawling peg* pasivo el tipo de cambio nominal se ajusta regularmente con el fin compensar la diferencia entre la inflación doméstica y la de los principales socios comerciales. Por su parte, en el *crawling peg* activo la tasa de devaluación es anunciada de antemano con la idea de que los salarios y los precios de los no transables sigan de cerca el ritmo de devaluación.

superávit en el resto de instituciones públicas, sus inversiones en títulos de propiedad se verían reducidas. Lo anterior no solo provocará una nueva acumulación de la deuda interna y mayor inflexibilidad en el gasto (servicio de la deuda), sino también mayores presiones sobre las tasas de interés, la cuales podrían ser superiores a las establecidas en el programa monetario para cumplir con el objetivo de inflación.