

Informe de Inflación

Julio, 2003

El análisis en el Informe de Inflación se basó en el trabajo de la División Económica del Banco Central de Costa Rica.

ADVERTENCIA

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

Indice General

Presentación	1	7
Resumen del Informe	2	9
Evolución reciente de los precios.....		9
Evaluación de las proyecciones de inflación y nuevas herramientas de análisis.....		10
Desempeño de las proyecciones combinadas de inflación		10
Expectativas de inflación según la encuesta trimestral sobre perspectivas económicas		10
Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala (MMPE).....		11
Proyecciones y Balance de Riesgos.....		12
Régimen monetario y control de la inflación.....		13
Evolución reciente de la economía	3	15
1.1 Evolución reciente de los precios		15
1.2 Evolución reciente de la economía		16
Producción.....		16
Balanza de Pagos		17
Sector público global reducido		18
Sector Monetario		19
Evaluación de las proyecciones de inflación y nuevas herramientas de análisis	4	23
2.1 Desempeño de las proyecciones combinadas de inflación.....		23
2.2 Expectativas de inflación según la encuesta trimestral sobre perspectivas económicas.....		25
2.3 Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala		26
Régimen Monetario y Control de la Inflación	5	35
3.1 Alternativas de régimen monetario		36
Regímenes basados en metas para el tipo de cambio		37
Regímenes basados en metas monetarias.....		38
Regímenes de metas de inflación.....		39
Regímenes basados en anclas nominales implícitas		40
3.2 Experiencia internacional con cada uno de los sistemas.....		41
3.3 Consideraciones para un cambio de régimen.....		42
Proyecciones y balance de riesgos	6	45
4.1 Meta de precios del programa monetario		45
4.2 Balance de Riesgos		46
Panorama internacional.....		46
La implementación de la reforma fiscal.....		47

Indice de Recuadros

Recuadro 1: Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala	32
Recuadro 2: Riesgo Soberano y Clasificaciones Internacionales.....	49

Presentación

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) presenta el Informe de Inflación del mes de julio, 2003. En esta ocasión, a lo largo del Informe se destacan una serie de resultados que, confiamos, lo harán particularmente interesante.

En primer lugar, hacemos un alto en el camino para evaluar los pronósticos de inflación que resultan de la combinación de modelos que da origen a los gráficos de abanico. La volatilidad del componente regulado y agrícola constituye la principal fuente de desvío en las proyecciones con base en el índice de precios al consumidor, lo cual sugiere la necesidad de establecer la meta de precios con base en un indicador que refleje de mejor manera las presiones inflacionarias de largo plazo, sobre las que la política monetaria tiene mayor influencia.

En segundo lugar, los resultados de la Encuesta Trimestral de Expectativas Económicas muestran convergencia de las expectativas inflacionarias hacia la meta de inflación formulada por el BCCR. Este proceso se ha visto sustentado tanto en las acciones de política económica implementadas para conseguir el objetivo inflacionario, como también por los esfuerzos llevados a cabo para lograr una mayor transparencia y comunicación con el público.

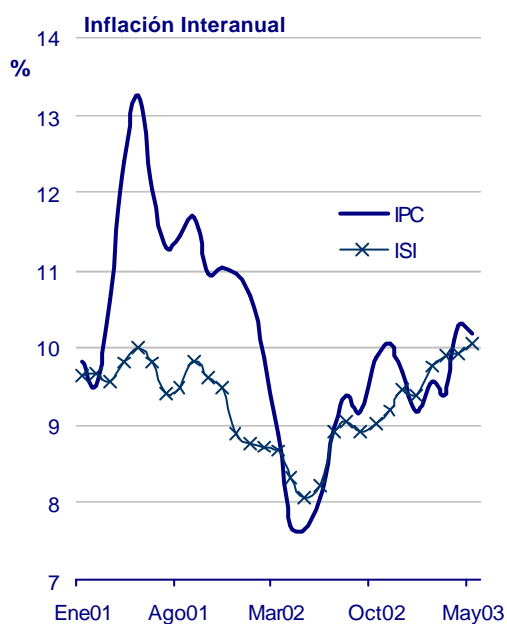
En tercer lugar, compartimos con los lectores del Informe la especificación y los primeros pronósticos del modelo macroeconómico de pequeña escala (MMPE) desarrollado en el BCCR. Este modelo permite la realización de proyecciones en un marco de consistencia macroeconómica, lo cual es un insumo importante en la formulación del programa monetario y la definición de la meta de precios.

El proceso de mejora continua de las herramientas de análisis y proyección es un elemento valioso para la adopción y ejecución de la política económica; pero no asegura su éxito. Es importante analizar y valorar los retos que enfrenta la política monetaria para cumplir con su cometido de garantizar la estabilidad de la moneda y los precios, dadas las condiciones particulares que enfrenta la economía. En este sentido, conviene preguntarse si la naturaleza del régimen monetario prevaleciente en Costa Rica facilita la consecución de los objetivos de estabilidad macroeconómica en el mediano y largo plazo. La sección sobre “Régimen Monetario y Control de la Inflación”, incluida en este informe, aspira a aportar elementos de juicio para responder a esta pregunta.

Francisco de Paula Gutierrez G.
Presidente

Resumen del Informe

Los principales índices de precios muestran una aceleración durante los últimos meses.



Evolución reciente de los precios

En los primeros seis meses del año 2003 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) mostró una tasa acumulada de 4,3% y una variación interanual de 10,2%, ambas superiores en 0,5 y 2,2 puntos porcentuales, respectivamente, a los crecimientos mostrados en igual periodo del año anterior. La evolución de este índice durante el primer semestre se ha caracterizado por una aceleración¹ originada principalmente por ajustes en los precios de algunos servicios y de bienes no agrícolas.

La inflación de largo plazo, medida por el Índice Subyacente de Inflación (ISI), mostró una variación acumulada a junio del año en curso de 4,8%, superior a la del mismo mes del año anterior (4,3%). Este indicador muestra una aceleración desde mediados del 2002 originada por el comportamiento de los precios de los bienes no agrícolas.

Los aumentos programados para los próximos meses en electricidad, teléfono, agua y taxi tienen la característica de impactar los precios en el muy corto plazo y su efecto se desvanece en el mediano plazo. La incorporación de estos ajustes tarifarios ubican la proyección de la tasa interanual del IPC ligeramente mayor al 10,0% para diciembre de este año.

¹ Tras el inusual bajo crecimiento de los precios registrado en el primer semestre del año 2002, debido a la poca variación del componente regulado y la fuerte reducción de los precios de los bienes agrícolas.

Evaluación de las proyecciones de inflación y nuevas herramientas de análisis.

Desempeño de las proyecciones combinadas de inflación

La volatilidad del componente regulado y agrícola constituye la principal fuente de error en las proyecciones con base en el IPC. Esto sugiere que la meta de precios en el contexto de la economía costarricense debería fijarse tomando como referencia el Índice Subyacente de Inflación (ISI). Este índice constituye una medida de la inflación persistente en el largo plazo y sobre la cual la Política Monetaria tiene la mayor influencia.

Expectativas de inflación según la encuesta trimestral sobre perspectivas económicas

En términos generales lo que se aprecia es una convergencia de las expectativas inflacionarias hacia la meta de inflación de un 10% fijada inicialmente por el Banco Central para el año 2003.

Un elemento que puede estar influyendo en esta convergencia es la consolidación de una mayor credibilidad en la meta inflacionaria del Banco Central. Este proceso se ha visto sustentado tanto en las acciones de política económica implementadas para conseguir el objetivo inflacionario, como también por los esfuerzos llevados a cabo para lograr una mayor transparencia y comunicación con el público. Este proceso de comunicación se ha concentrado no solo en lo que respecta a las metas y pronósticos de inflación², sino también en divulgar los esquemas de política monetaria y cambiaria utilizados por la institución, destacando las ventajas y desventajas que se derivan como consecuencia de su aplicación.

² Sobre este particular también ha desempeñado un papel importante en consolidar la credibilidad en la institución, las relativamente pequeñas desviaciones de la inflación observada en relación con los pronósticos efectuados por el Banco Central y que se publican en el Informe de Inflación.

Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala (MMPE)

Los modelos macroeconómicos estimados para la economía nacional, constituyen un elemento importante dentro del conjunto de factores que deben guiar las decisiones de política del Banco Central. En particular, disponer de este tipo de modelos proporciona las siguientes ventajas:

Primero, un modelo macroeconómico proporciona un marco analítico que permite evaluar la situación económica actual y los factores principales que explican la evolución reciente de la economía.

Segundo, un modelo de este tipo provee al Banco Central de proyecciones consistentes para un conjunto de variables relevantes.

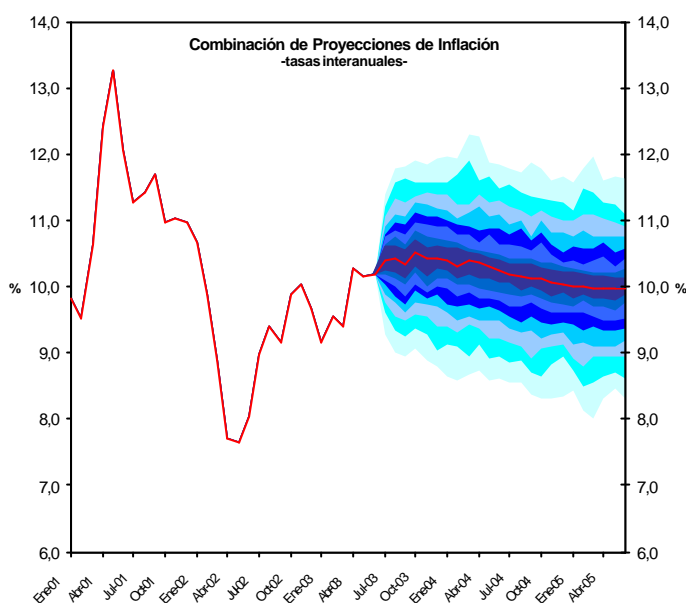
Tercero, estas proyecciones pueden abarcar no solo el corto sino también el mediano plazo, apoyando así políticas conducentes a alcanzar metas en plazos más largos

Cuarto, un modelo macroeconómico constituye una herramienta fundamental en la evaluación de riesgos asociados a las proyecciones de, por ejemplo, tasa de inflación, nivel de producción y reservas monetarias internacionales (RIN).

El modelo estructural de pequeña escala se diseñó para una economía pequeña y abierta con tipo de cambio predeterminado. Se supone además, que el país enfrenta una oferta de fondos internacionales con pendiente positiva. Esto significa que el premio exigido por los inversionistas aumenta con la cantidad de fondos que el país demanda en el mercado externo durante un período determinado. Dados estos supuestos, el Banco Central tiene un margen (aunque bastante limitado) de manejo de su política monetaria a pesar de tener un tipo de cambio predeterminado.

Los instrumentos de política del Banco Central en este modelo son la tasa de interés doméstica y la tasa de devaluación del colón. Mediante el control de estas variables el Banco puede incidir en la

Se proyecta una inflación de un 10.4% a diciembre del 2003 y de un 10% a diciembre del 2004.



economía para alcanzar ciertas metas de inflación y de acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN).

En el futuro, se pretende avanzar en al menos dos campos. El primero tiene que ver con el efecto de distintas políticas monetarias y fiscales sobre el saldo en cuenta corriente y la cuenta de capitales. Nos interesa no solo modelar el efecto de tales políticas sobre las RIN en el corto plazo, sino también modelar el efecto sobre las otras cuentas que componen la balanza de pagos. El segundo tiene que ver con el efecto de la política monetaria presente sobre la evolución de las finanzas de Gobierno Central y Banco Central en el mediano plazo. Para ello, se pretende integrar el modelo de sostenibilidad fiscal, actualmente en desarrollo, con el MMPE.

Proyecciones y Balance de Riesgos

Con base en los resultados de los diferentes métodos de pronóstico de inflación³ y el análisis del entorno económico actual, se decidió mantener la meta de inflación en 10% al término de los próximos 18 meses. Cabe indicar que los aumentos previstos en electricidad, teléfono, agua y taxi para los próximos meses, podrían hacer que la tasa se ubique por encima del 10% al finalizar el año 2003. Estos aumentos son ajenos a la naturaleza de la política monetaria y tienen la característica de impactar los precios en el muy corto plazo, pero su efecto se desvanece en el mediano plazo.

Con información observada a junio del 2003, la inflación interanual se proyecta en 10% para diciembre del 2004, como puede observarse en el cuadro adjunto.

Sin embargo, los elevados precios del petróleo y el incierto panorama fiscal, siguen siendo una

Proyecciones combinadas para diciembre 2003 y 2004 y sus actualizaciones					
Información al mes	Límite inferior (por ciento)		Media	Límite superior (por ciento)	
	90	50		50	90
Inflación diciembre 2003					
Diciembre 2002	8,9	9,6	10,0	10,5	11,1
Enero 2003	8,4	9,0	9,5	10,0	10,8
Febrero 2003	8,9	9,5	10,0	10,4	11,2
Marzo 2003	8,6	9,3	9,7	10,2	11,1
Abril 2003	9,4	10,1	10,5	11,0	11,6
Mayo 2003	9,2	9,8	10,2	10,7	11,2
Junio 2003	9,2	10,0	10,4	10,8	11,4
Inflación diciembre 2004					
Diciembre 2002	8,5	9,3	9,8	10,2	10,8
Enero 2003	8,2	8,9	9,3	9,7	10,4
Febrero 2003	8,5	9,1	9,5	9,9	10,6
Marzo 2003	8,2	9,0	9,4	9,9	10,6
Abril 2003	8,9	9,7	10,1	10,6	11,4
Mayo 2003	9,0	9,6	10,0	10,4	11,0
Junio 2003	9,0	9,6	10,0	10,4	11,1
Inflación en 24 meses					
Diciembre 2002	8,5	9,3	9,8	10,2	10,8
Enero 2003	8,1	8,8	9,3	9,7	10,4
Febrero 2003	8,4	9,1	9,5	9,9	10,4
Marzo 2003	8,3	9,0	9,4	9,8	10,4
Abril 2003	9,0	9,7	10,1	10,5	11,1
Mayo 2003	8,9	9,5	10,0	10,4	11,0
Junio 2003	8,8	9,6	10,0	10,4	11,0

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.

3 El BCCR se apoya en diferentes tipos de pronóstico para establecer la meta de precios en la formulación del Programa Monetario. Actualmente se cuenta con al menos cuatro: 1) la combinación de proyecciones de inflación, 2) el modelo del pass-through para Costa Rica, 3) el juicio de experto y 4) el Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala (MMPE).

importante fuente de riesgo para el logro de la meta de inflación en los próximos 24 meses.

Régimen monetario y control de la inflación

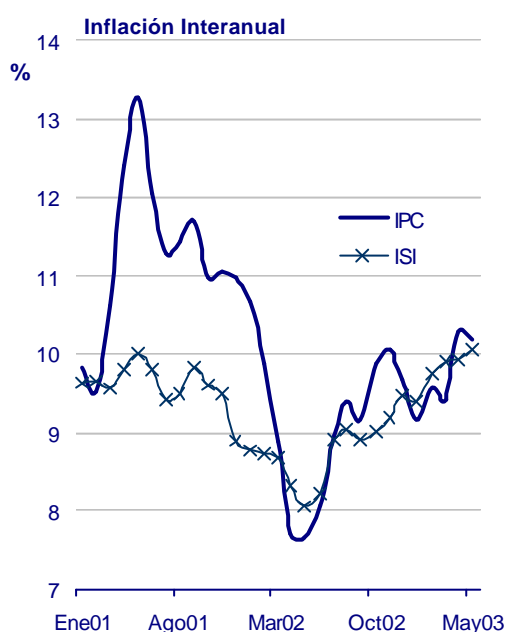
Debido a que el principal objetivo de la política monetaria debe ser la estabilidad de precios, cualquier régimen monetario debe contar con un ancla nominal de algún tipo para que sea exitoso. El ancla nominal promueve la estabilidad pues ayuda a contener las expectativas de inflación a través de la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

Se puede caracterizar los diferentes regímenes monetarios utilizados alrededor del mundo, en función del ancla nominal que utilizan para promover la estabilidad de precios. De esta forma se pueden citar los siguientes esquemas: metas de tipo de cambio, metas monetarias, metas de inflación y metas implícitas.

No es posible argumentar a priori la superioridad de ningún régimen monetario en términos de cómo alcanzar la estabilidad de precios. En general, se pueden citar ejemplos de países que han sido exitosos controlando la inflación y que ejecutan su política monetaria bajo diferentes esquemas.

Los resultados de la investigación a lo interno del BCCR sugieren que podría haber ganancias de bienestar, en términos de una menor tasa de inflación, si se considera una alternativa diferente al régimen monetario prevaleciente. Sin embargo, el BCCR reconoce la limitada posibilidad de introducir cambios significativos en el régimen de política monetaria mientras no se vislumbre una solución de largo plazo a los problemas estructurales de la economía, en particular, el desequilibrio de las finanzas públicas.

Los principales índices de precios muestran una aceleración durante los últimos meses.



En este capítulo se efectuará un análisis de la evolución de los principales índices de precios y variables macroeconómicas.

1.1 Evolución reciente de los precios

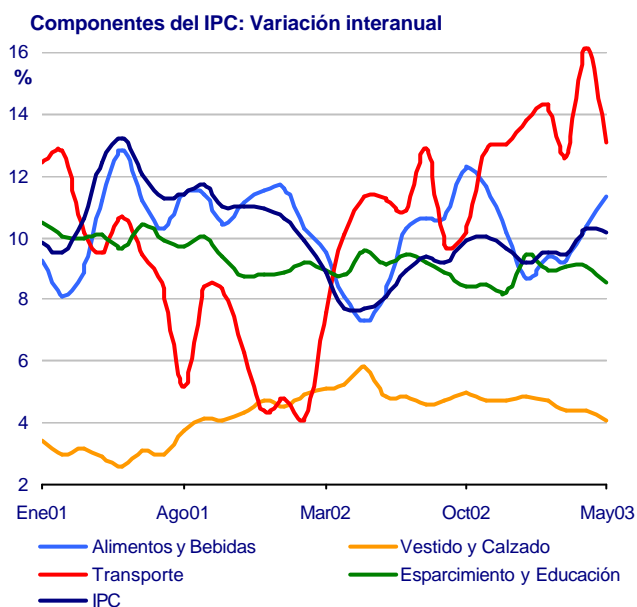
En los primeros seis meses del año 2003 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) mostró una tasa acumulada de 4,3% y una variación interanual de 10,2%, ambas superiores en 0,5 y 2,2 puntos porcentuales, respectivamente, a los crecimientos mostrados en igual periodo del año anterior. La evolución de este índice en el primer semestre del año se ha caracterizado por una aceleración⁴ originada principalmente por ajustes en los precios de algunos servicios y de bienes no agrícolas.

La inflación de largo plazo, medida por el Índice Subyacente de Inflación (ISI), mostró una variación acumulada a junio del año en curso de 4,8%, superior a la del mismo mes del año anterior (4,3%). Este indicador muestra una aceleración desde mediados del 2002 originada por el comportamiento de los precios de los bienes no agrícolas.

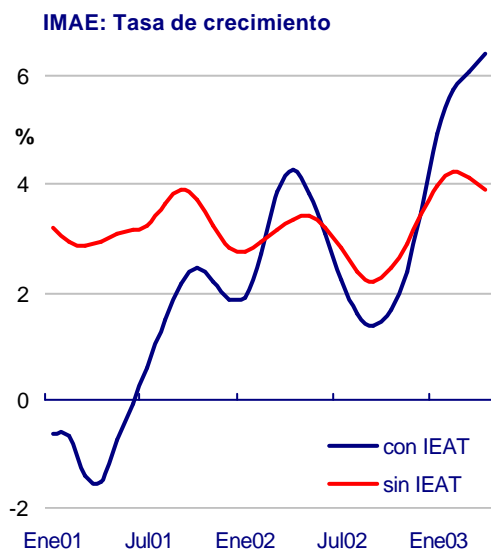
El cambio en la tendencia de la inflación subyacente no parece responder a presiones de demanda, pues se estima que en el 2003 el gasto interno en consumo final crecerá un 2,8%, mientras que en el 2002 lo hizo un 3,1%. En razón de lo anterior, el cambio observado en la inflación subyacente podría explicarse por factores que están incidiendo en los costos, tales como el incremento en la pauta de devaluación y el comportamiento menos favorable de los precios externos, como el incremento de los hidrocarburos, sobre todo a inicios del año, con la incertidumbre originada por el conflicto bélico en el Medio Oriente.

⁴ Tras el inusual bajo crecimiento de los precios registrado en el primer semestre del año 2002, debido a la poca variación del componente regulado y la fuerte reducción de los precios de los bienes agrícolas.

En el análisis de los componentes del IPC sobresale la aceleración del grupo de transportes.



La actividad económica muestra signos de recuperación durante los primeros meses del año.



Dada la evolución esperada de la demanda interna y bajo el supuesto que la pauta de devaluación (16 céntimos diarios) se mantendrá durante el resto del año, se espera que el Índice de Inflación Subyacente (ISI) no continúe acelerándose y su tasa de crecimiento se proyecta en 10,0% para diciembre del año en curso⁵.

Los aumentos programados para los próximos meses en electricidad, teléfono, agua y taxi tienen la característica de impactar los precios en el muy corto plazo y su efecto se desvanece en el mediano plazo. La incorporación de estos ajustes tarifarios ubican la proyección de la tasa interanual del IPC cercana al 10% para diciembre de este año.

1.2 Evolución reciente de la economía

Producción

La actividad productiva del país en los primeros cinco meses de 2003, medida por la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), se ha incrementado en un 6,8% respecto a igual lapso del año anterior. Excluida la Industria Electrónica de Alta Tecnología (IEAT), la actividad económica creció a un ritmo medio de 4,9%, tasa que superó en 1,6 puntos porcentuales a la observada en igual periodo del año inmediato anterior. Se observó un mayor aporte productivo principalmente en la industria manufacturera, el transporte, almacenaje y comunicaciones y los servicios de intermediación financiera.

En vista de la evolución observada en los primeros cinco meses del año, las perspectivas externadas por varios productores encuestados respecto al comportamiento de sus mercados (interno y externo) y de su producción, y algunos indicadores macroeconómicos, se estima que el producto interno bruto a precios constantes (PIB) del 2003 superará en un 5,3% al del año 2002. Por su parte el crecimiento del PIB, excluido el aporte de la IEAT, se estima en 4,4%.

⁵ Para detalles metodológicos del ISI véase el Recuadro No 1 del Informe de Inflación enero 2003.

Evolución de las exportaciones de bienes Millones de dólares y porcentajes			
	Enero-mayo		Var 03/02
	2002	2003	
Totales	2150,6	2645,8	23,0%
Regulares	1033,0	1106,8	7,1%
<i>Tradicionales</i>	347,0	364,4	5,0%
Café	91,8	112,6	22,6%
Banano	218,5	230,2	5,4%
Carne	9,9	3,8	-61,9%
Azúcar	26,8	17,9	-33,3%
<i>No tradicionales</i>	686,0	742,3	8,2%
Piña	58,8	74,5	26,7%
Melón	54,8	65,8	20,1%
Yuca	10,0	10,1	0,8%
Flores y capullos	11,8	13,3	12,3%
Follaje	29,7	27,2	-8,5%
Plantas vivas	27,0	33,3	23,0%
Pescado	29,6	29,9	1,1%
Otros	464,3	488,3	5,2%
Regímenes especiales	1117,6	1539,0	37,7%
Zonas Francas	986,4	1399,5	41,9%
Sector Alta Tecnología	311,4	649,8	108,7%
Resto Zonas Francas	675,0	749,6	11,1%
Perfeccionamiento Activo	131,2	139,5	6,3%
<i>Exportaciones sin microprocesadores</i>	1839,2	1995,9	8,5%

Evolución de las importaciones de bienes
millones de dólares y porcentajes

	Enero-mayo		Variación
	2002	2003	
Totales	3.013,5	3.203,7	6,3%
Regulares	2.010,5	2.324,3	15,6%
Hidrocarburos	172,1	243,1	41,3%
Automóviles	146,5	133,3	-9,0%
Electricidad y telecomunicaciones	73,2	154,0	110,4%
Resto	1.618,6	1.793,9	10,8%
Regímenes especiales	1.003,0	879,5	-12,3%
Z. Francas	897,2	771,0	-14,1%
Microprocesadores	551,8	460,9	-16,5%
Resto	345,5	310,1	-10,2%
P. Activo	105,8	108,4	2,5%
<i>Importaciones sin microprocesadores</i>	2461,8	2742,8	11,4%

Operaciones Cambiarias del Sector Privado

-promedios diarios en millones de dólares-

	Compras			Ventas		
	Exportaciones	Otros	Total	Importaciones	Otros	Total
Ene-May 2002	5,0	23,8	28,6	6,5	20,0	26,5
Ene-May 2003	4,4	25,8	30,2	5,1	21,4	26,5

Balanza de Pagos

Las cifras preliminares acumuladas a junio de 2003 ubicaron el déficit comercial en \$662,0 millones, inferior al observado en igual lapso de 2002 en \$363,7 millones. Las exportaciones de bienes registraron en este periodo, un aumento de 22,6%. En este resultado incidió tanto el mayor dinamismo de las exportaciones regulares como las de regímenes especiales.

En los primeros seis meses del 2003 el país contó con una mayor afluencia de recursos externos tanto orientados hacia el sector público como al sector privado. En efecto, en este lapso se colocó la sexta emisión de bonos soberanos, esta vez por un monto de \$450 millones en dos emisiones: una a cinco años plazo por \$200 millones y a una tasa de interés del 6,914%; otra por \$250 millones a 10 años plazo y a una tasa de 8,05%. Adicionalmente, ingresó el empréstito por \$100 millones del Credit Suisse al Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), y \$156 millones girados por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) al Banco Central para la cancelación del saldo de bonos Brady A.

Las amortizaciones también fueron mayores, destacando el pago de los bonos Brady serie A por \$156 millones y de \$50 millones al BCIE por parte del Banco Central, además de la cancelación de \$200 millones de bonos soberanos. No obstante, el capital público neto resultó mayor que el observado en el lapso enero junio de 2002.

El capital privado también registró un aumento en los primeros seis meses de 2003, en relación con igual periodo del año precedente. Pese a que los residentes de la economía costarricense adquirieron títulos transados en los mercados internacionales por cerca de \$70 millones, se registró un ingreso de capital privado por \$400 millones, cifra superior en \$60 millones a la del 2002. En efecto, la información derivada del mercado de cambios mostró un aumento en la oferta promedio diaria de divisas de \$1,6 millones mientras que la demanda se mantuvo en niveles similares.

Los flujos de inversión extranjera directa con cifras al primer trimestre 2003, resultaron inferiores en \$17,5 millones con respecto a iguales tres meses del año precedente. Este resultado fue consecuencia del incremento neto en el financiamiento de las empresas de zona franca a accionistas o casa matriz, ya que los rubros de capital y de utilidades acumuladas fueron superiores a los registrados en el primer trimestre del 2002.

*Sector público global reducido*⁶

Según cifras preliminares, el déficit del Sector Público Combinado Reducido, acumulado a junio del 2003, representó un 1,71% del PIB, lo que implicó una disminución de 0,74 puntos porcentuales (p.p.) en relación con el de igual período de un año antes.

El déficit del Gobierno Central al cierre del primer semestre disminuyó 0,66 puntos porcentuales del PIB, al pasar de ¢108.401 millones a ¢78.775 millones. Entre los factores que contribuyeron a mejorar el resultado de los ingresos fiscales en estos primeros seis meses, están los nuevos impuestos incluidos en la Ley de Contingencia Fiscal, que rige sólo para el 2003, y los mayores ingresos recibidos a raíz de la amnistía tributaria que venció el pasado 30 de abril.⁷

La evolución de los egresos estuvo determinada en gran medida por la directriz que limitó el crecimiento del gasto total de los ministerios e instituciones en el 2003 con respecto al año anterior a un máximo de 5,9%. Cabe destacar que se han logrado mejoras en cuanto a la agilización de los procesos que involucra el presupuesto de egresos, debido en particular al Sistema Integrado de Gestión de la Administración Financiera (SIGAF) en su etapa desconcentración del presupuesto de egresos.

<i>Resultado Financiero del Sector Público Combinado Reducido</i>		
<i>Cifras acumuladas a junio como porcentaje del PIB</i>		
	2002	2003
Total S P C	-2,45	-1,71
B C C R	-0,68	-0,72
S P N F:	-1,76	-0,98
Gobierno Central	-1,79	-1,13
RSPNF	0,03	0,15

⁶ Constituido por el Gobierno Central, Banco Central de Costa Rica y cuatro instituciones públicas (CCSS, ICE, RECOPE y CNP).

⁷ Según cálculos preliminares del Ministerio de Hacienda el monto podría rondar los ¢7.000 millones.

El resto del Sector Público no Financiero Reducido presentó un deterioro en el resultado financiero en relación con el año anterior, destacando en esa tendencia los mayores resultados deficitarios por parte del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) y de RECOPE. En este último caso, el aumento en el déficit obedeció al incremento de los desembolsos por compra de combustibles, producto del alza que se dio en los precios internacionales del cóctel de petróleo, ocasionada principalmente por la tensión que se vivió internacionalmente a raíz de la guerra en Irak, y de los conflictos internos ocurridos en otros países productores. También destaca el mayor dinamismo de los ingresos de la CCSS, que aún así no pudo compensar el deterioro financiero de las instituciones antes mencionadas.

Por último, el déficit del Banco Central aumentó cerca de ¢8.697 millones en el primer semestre del 2003 con respecto al mismo periodo del 2002, como consecuencia, principalmente del aumento en el pago de intereses sobre los bonos de estabilización monetaria por ¢17.370 millones. La decisión del Gobierno de la República de no mantener el plan de capitalización del Banco Central en el 2002 y el 2003, conjuntamente con la mayor absorción del BCCR para neutralizar la monetización provocada por el aumento de reservas originado en el uso más intenso por parte del Ministerio de Hacienda de los recursos provenientes de los bonos colocados en el exterior, originó un aumento durante el primer semestre del año en el saldo promedio de colocación de Bonos de Estabilización Monetaria de ¢194.888,0 millones respecto al mismo período del 2002, con su consiguiente incremento en el pago de intereses de esos pasivos.

Sector Monetario

Evolución de los pasivos monetarios

La liquidez del Sistema Bancario Nacional creció a una tasa media anual de 19,3% en el primer semestre del 2003. Las obligaciones cuasimonetarias explican cerca del 77% del crecimiento apuntado. Dentro del cuasidinero, las denominadas en dólares siguen siendo las de mayor

crecimiento e importancia, destacando en estas últimas las cuentas corrientes y las cuentas de ahorro a la vista.

La composición de la liquidez total por moneda, no registró ningún cambio con respecto al año 2002, y las obligaciones en dólares siguen representando cerca del 45% de este agregado, lo que denota que al menos la liquidez en moneda nacional mostró una tasa de crecimiento similar a la de la moneda extranjera y presentó mayor dinamismo al comportamiento observado en el año anterior. Este repunte del ritmo de crecimiento de la liquidez en colones se presentó aún cuando el premio por invertir en instrumentos denominados en colones, se mantuvo en un nivel cercano a los tres puntos porcentuales, en el primer semestre del 2002 y del 2003.

Agregados monetarios más amplios como la riqueza financiera del sector privado⁸ fueron menos dinámicos. La tasa media anual de crecimiento de este agregado se estima en un 16,3% para el primer semestre del año, menor a la resultante en igual período del 2002 (18%).

Crédito interno neto del Sistema Bancario Nacional

El saldo del crédito interno neto total al 20 de junio del 2003 alcanzó ¢1.744,8 miles de millones⁹, monto superior en un 1,5% al saldo observado en diciembre del 2002. El crédito al sector público experimentó una contracción de ¢44.700 millones. Por su parte, el crédito al sector privado, creció a una tasa media anual de un 20% durante los primeros seis meses del 2003, tasa menor a la mostrada en igual período del año previo (26%). El 70% de dicho aumento fue concedido en moneda extranjera, principalmente por la banca privada.

⁸ Este agregado recoge el comportamiento de instrumentos financieros colocados por el Gobierno y el BCCR, no incluidos en el concepto de liquidez.

⁹ El crédito en dólares se valoró al tipo de cambio de cierre de cada mes.

Tasas de interés

Durante el primer semestre del año 2003, la Tasa Básica Pasiva Neta registró una caída de 1,5 p.p. con respecto a diciembre 2002, explicada principalmente por las menores necesidades de financiamiento del Ministerio de Hacienda en el mercado interno y al exceso de liquidez en los mercados de dinero, lo que motivó a las autoridades a modificar la estructura de tasas de referencia en marzo y mayo del presente año.

En términos reales, la tasa básica mostró en el primer semestre del 2003 un rendimiento de 4,0 p.p. mientras que en el mismo periodo el premio promedio respecto a las opciones ofrecidas por el Sistema Bancario Nacional en moneda extranjera a seis meses se ubicó en 1,34 p.p. En el caso de la tasa de referencia a seis meses de los títulos ofrecidos en la Subasta Conjunta, el rendimiento promedio en términos reales fue de 6,2 % mientras que el premio promedio se ubicó en 3,22 p.p., lo que significó una reducción de más de medio punto porcentual respecto al ofrecido en promedio en el segundo semestre del 2002.

En este capítulo el Banco Central desea realizar un alto en el camino para efectuar una evaluación de los pronósticos de la tasa de inflación efectuados desde la primera publicación del Informe de Inflación en el mes de junio del 2001, en relación con los datos observados. Asimismo, también se desea compartir una serie de resultados en el campo del desarrollo de nuevos instrumentos de análisis para su aplicación en el pronóstico de la tasa de inflación, específicamente los resultados de las últimas tres encuestas sobre expectativas de inflación y los primeros resultados de pronóstico utilizando el modelo macroeconómico de pequeña escala.

De esta forma, se pretende cumplir con uno de los objetivos del Informe de Inflación en lo que respecta a la difusión de los esfuerzos de investigación y desarrollo de nuevos instrumentos de análisis efectuados en el Banco Central y que constituyen parte de los elementos en que se apoya el diseño de su política monetaria y cambiaria.

2.1 Desempeño de las proyecciones combinadas de inflación

En esta sección se comparan las proyecciones de inflación a diciembre 2001 y 2002 anunciadas en los Informes de Inflación previos, en relación con el crecimiento observado de los precios, según el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

La proyección combinada es el punto de referencia para estimar el comportamiento esperado de los precios. Esta proyección incorpora explícitamente cambios esperados en precios de petróleo, tasa de interés internacional y tipo de cambio. Otros choques esperados se incorporarán implícitamente mediante el criterio técnico de la División Económica, como los ocasionados por los precios agrícolas y servicios regulados, que por su

naturaleza no se han logrado incorporar en modelos de proyección individuales.

El cuadro adjunto resume las proyecciones combinadas sin incorporar elementos de juicio de la División Económica y sus intervalos de confianza publicados en los informes anteriores.

La variación acumulada del IPC observada a diciembre de 2001 fue de 11,0% y la proyectada en el informe de junio de 2001 de 10,5%. Así, el incremento acumulado de los precios se ubicó dentro del intervalo de estimación (ver cuadro), no obstante que la tendencia central del pronóstico se subestimó en 0,5 puntos porcentuales.

En el informe de enero de 2002 se esperaba un crecimiento en los precios de 11,4% para ese año, sin embargo el observado se ubicó en un 9,7%. De esta forma el aumento de los precios según el IPC quedó fuera de los intervalos de estimación, generando un desvío de 1,7 puntos porcentuales con respecto a la tendencia central.

Este mayor error de proyección se debió a la fuerte desaceleración registrada por el IPC durante el 2002, especialmente en el primer semestre. En efecto la tasa interanual de los precios fue de un dígito durante la mayor parte del año, situación no observada desde 1993. Esto debido a una fuerte reducción en los precios de los productos agrícolas y a retrasos en los ajustes de las tarifas reguladas.

La evolución de los precios en el primer semestre ocasionó que la proyección combinada, con información a junio, estimara para finales del año 2002 niveles de inflación muy bajos (8,5%). Esta proyección se ajustó al 10%, tal como se comentó en el informe de julio del 2002, al tomar en cuenta el anuncio de incrementos en las tarifas de los servicios regulados. Finalmente, la inflación proyectada sobreestimó a la efectiva (9,7%) en únicamente 0,3 puntos porcentuales.

En el informe de enero del 2003 se proyectó un crecimiento del 10% para el IPC al término del año 2003. Esto es consistente con el comportamiento

	Proyecciones combinadas de inflación				
	Limite inferior (por ciento)		Media	Limite superior (por ciento)	
	90	50		50	90
Proyección a diciembre 2001 según Informe de Inflación de Junio 2001*	9,2	10,0	10,5	11,0	12,1
Proyección a diciembre 2002 según Informe de Inflación de Enero 2002**	10,1	10,9	11,4	11,9	12,5
Proyección a diciembre 2002 según Informe de Inflación de Julio 2002**	7,4	8,1	8,5	9,0	9,6
Proyección a diciembre 2003 según Informe de Inflación de Enero 2003	8,9	9,6	10,0	10,5	11,1

Nota: * la inflación observada a diciembre 2001 fue de 11,0% y ** la inflación observada a diciembre 2002 fue de 9,7%.

mostrado por este indicador en los primeros meses del año.

La volatilidad del componente regulado y agrícola constituye la principal fuente de error en las proyecciones con base en el IPC. Esto sugiere que la meta de precios en el contexto de la economía costarricense debería fijarse tomando como referencia otros indicadores, tales como el Índice Subyacente de Inflación (ISI). Este índice constituye una aproximación de la inflación persistente en el largo plazo y sobre la cual la Política Monetaria tiene la mayor influencia.

2.2 Expectativas de inflación según la encuesta trimestral sobre perspectivas económicas

La División Económica del BCCR realiza la Encuesta sobre Perspectivas Económicas con una periodicidad trimestral, en la cual se pretende medir la percepción que tienen los agentes económicos¹⁰ acerca del comportamiento futuro de las principales variables macroeconómicas como la inflación, devaluación, tasas de interés y nivel de actividad económica.

Hasta el momento se han realizado tres consultas trimestrales y es importante efectuar un análisis de lo que indica el comportamiento de las expectativas de los encuestados con respecto a la tasa de inflación durante los últimos tres trimestres.

En términos generales lo que se aprecia es una convergencia de las expectativas inflacionarias hacia la meta de inflación de un 10% fijada inicialmente por el Banco Central para el año 2003. Las expectativas de inflación interanual para el mes de junio del presente año se fueron reduciendo desde un 10,5% en la consulta del IV trimestre del 2002 hasta un 9,9% en la consulta del segundo trimestre del presente año, cifra que prácticamente coincidió con el pronóstico que se publicó en el

TASA DE INFLACION INTERANUAL EXPECTATIVAS SEGÚN ENCUESTA DE PERSPECTIVAS ECONOMICAS Y PRONOSTICO DEL BANCO CENTRAL					
HORIZONTE DE PROYECCION	INFLACION OBSERVADA	PRONOSTICO BCCR 1/	ENCUESTA DE PERSPECTIVAS		
			IV 2002	I 2003	II 2003
A Diciembre 2002	9,68	10,0	10,4	na	na
A Junio 2003	10,21	9,9	10,5	10,4	9,9
A Diciembre 2003	nd	10,0	11,0	11,1	10,7
A Diciembre 2003 2/		10,4			

1/ Corresponde al pronóstico publicado en el Informe de Inflación del mes de enero 2003, para cada uno de los períodos indicados con información a diciembre del 2002.
2/ : Con información a junio del 2003 (Cifra sin publicar)
na : no aplica
nd : no disponible

¹⁰ La encuesta se aplica a una muestra seleccionada de un conjunto de especialistas en economía del sector privado (consultores y académicos) y empresarios.

Informe de Inflación del mes de enero pasado, y que no mostró una desviación significativa en relación con el dato observado a dicho mes de un 10,2%.

En lo que respecta a las previsiones de la tasa de inflación al cierre del 2003, estas también se han venido reduciendo desde niveles de un 11% en el IV trimestre del año pasado hasta un 10,7% en la consulta efectuada en el segundo trimestre de este año.

Es importante mencionar que en forma paralela a la convergencia de las expectativas hacia la meta del Banco Central, se observa una menor dispersión en estas ya que el margen existente entre los valores máximos y mínimos también se ha reducido.

Un elemento que puede estar influyendo en esta convergencia es la consolidación de una mayor credibilidad en la meta inflacionaria del Banco Central. Este proceso se ha visto sustentado tanto en las acciones de política económica implementadas para conseguir el objetivo inflacionario, como también por los esfuerzos llevados a cabo para lograr una mayor transparencia y comunicación con el público. Este proceso de comunicación se ha concentrado no solo en lo que respecta a las metas y pronósticos de inflación¹¹, sino también en divulgar los esquemas de política monetaria y cambiaria utilizados por la institución, destacando las ventajas y desventajas que se derivan como consecuencia de su aplicación.

2.3 Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala

Necesidad de un modelo macroeconómico para el Banco Central.

Los modelos macroeconómicos estimados para la economía nacional, constituyen un elemento importante dentro del conjunto de factores que

¹¹ Sobre este particular también ha desempeñado un papel importante en consolidar la credibilidad en la institución, las relativamente pequeñas desviaciones de la inflación observada en relación con los pronósticos efectuados por el Banco Central y que se publican en el Informe de Inflación.

deben guiar las decisiones de política del Banco Central. En particular, disponer de este tipo de modelos proporciona las siguientes ventajas:

Primero, un modelo macroeconómico proporciona un marco analítico que permite evaluar la situación económica actual y los factores principales que explican la evolución reciente de la economía¹². Al dar una explicación del funcionamiento pasado de la economía, este tipo de modelos constituye una guía cualitativa y cuantitativa importante para el diseño de la política monetaria.

Segundo, un modelo de este tipo provee al Banco Central de proyecciones consistentes para un conjunto de variables relevantes. Al asegurar tal consistencia entre las proyecciones de distintas variables, y entre las proyecciones de una misma variable en períodos sucesivos, un modelo macroeconómico adecuado añade disciplina al proceso de interpretación de datos y evita cometer errores sistemáticos en la política monetaria.

Tercero, estas proyecciones pueden abarcar no solo el corto sino también el mediano plazo, apoyando así políticas conducentes a alcanzar metas en plazos más largos. El hecho de que la incertidumbre sea mayor en plazos más largos (al igual que el margen de error del modelo), no implica que las proyecciones en tales plazos no sean necesarias. Como señalan algunos autores¹³, “es esencial que los banqueros centrales se den cuenta de que, en una economía dinámica con rezagos largos en (los efectos de) la política monetaria, las decisiones de política monetaria de hoy deben ser pensadas como un primer paso a lo largo de una senda”. El hecho de que las decisiones de política deban ser modificadas ante información nueva en el futuro, no obvia la necesidad de pensar en el futuro cuando se toman las decisiones de hoy.

¹² Vickers, John (1999), “Economic Models and Monetary Policy”, Speech to the Governors of the National Institute of Economic and Social Research.

¹³ Blinder, Allan (1999). Central Banking in Theory and Practice. MIT Press. Massachusetts.

Cuarto, un modelo macroeconómico constituye una herramienta fundamental en la evaluación de riesgos asociados a las proyecciones de, por ejemplo, tasa de inflación, nivel de producción y reservas monetarias internacionales (RIN). Esto se logra mediante simulaciones que pueden incluir no solo distintos escenarios de política económica, sino también innovaciones (o “shocks”) en variables internas o externas.

Finalmente, el modelo macroeconómico del Banco Central y los requerimientos de información que su desarrollo y mejora implican, constituyen una guía importante sobre temas de investigación futura dentro de la institución.

En general, los bancos centrales utilizan una batería de modelos en lugar de uno solo. La razón para ello, es que algunos modelos son más apropiados para la simulación de ciertas políticas que otros. En el caso del Banco Central, se está siguiendo una estrategia similar, desarrollando varios tipos de modelo. Así, entre otros, se está desarrollando un modelo macroeconómico estructural de pequeña escala (MMPE) para proyecciones trimestrales, que describiremos con más detalle en esta sección. Este modelo pretende proyectar en forma trimestral la evolución de la inflación, producción, reservas internacionales netas y la tasa de interés doméstica con un horizonte máximo de dos años.

Diseño del modelo.

Una descripción detallada de las ecuaciones del modelo, las estimaciones y las proyecciones obtenidas se presentan en el Recuadro 1. El modelo estructural de pequeña escala se diseñó para una economía pequeña y abierta con tipo de cambio predeterminado. Se supone además, que el país enfrenta una oferta de fondos internacionales con pendiente positiva. Esto significa que el premio exigido por los inversionistas aumenta con la cantidad de fondos que el país demanda en el mercado externo durante un período determinado. Dados estos supuestos, el Banco Central tiene un margen (aunque bastante limitado) de manejo de su política monetaria a pesar de tener un tipo de

cambio pre-determinado. En particular, el Banco Central puede aumentar la tasa de interés nominal sin variar la tasa de devaluación, siempre que esté dispuesto a acumular las RIN que entran como consecuencia del mayor premio. En tal caso, una política monetaria restrictiva llevaría a una acumulación de RIN, financiada con endeudamiento del Banco Central

El modelo consta de cuatro ecuaciones. La primera ecuación modela la tasa de inflación en función del exceso de demanda por bienes y servicios, la tasa de inflación internacional, la tasa de devaluación y la inflación doméstica del período anterior. Al incluir el exceso de demanda por bienes y servicios se pretende capturar las presiones sobre los precios en el mercado de bienes no transables. Por su parte, la tasa de devaluación y la tasa de inflación internacional capturan las presiones inflacionarias sobre bienes transables.

La segunda ecuación modela la demanda agregada en función de la tasa real de interés, el tipo de cambio real, y la producción de Estados Unidos. Se espera que un aumento en la tasa de interés real tenga un efecto negativo sobre la demanda agregada al desincentivar la inversión (y posiblemente el consumo). El efecto del tipo de cambio real sobre la demanda es incierto: por una parte incentiva la demanda de bienes por parte del sector externo, pero también puede tener un efecto negativo sobre la absorción interna de bienes y servicios. Finalmente, se espera que el crecimiento en la producción de Estados Unidos aumente la demanda por bienes y servicios del sector externo.

La tercera ecuación modela la acumulación de RIN en función del tipo de cambio real, la tasa real de interés, y el premio de tasa de interés doméstica con respecto a la tasa de interés internacional. Se espera que aumentos en el tipo de cambio real y en la tasa de interés real mejoren el resultado de la cuenta corriente de Balanza de Pagos al incentivar la demanda del sector externo (en el caso del tipo de cambio real) y al desincentivar la absorción interna (en el caso de la tasa de interés real). Por su parte, un aumento en el premio de tasa de interés permite

una acumulación de RIN en el tanto en que atrae capitales internacionales privados.

La cuarta ecuación modela la tasa de interés nominal establecida por el Banco Central suponiendo que la autoridad monetaria reacciona aumentando la tasa ante: aumentos en la inflación por encima de lo programado; excesos de demanda por bienes y servicios; caídas en las RIN por debajo de lo programado; aumentos en la colocación de deuda pública interna, e incrementos en la tasa de devaluación y la tasa de interés internacional.

Mecanismos de transmisión en el MMPE

Los instrumentos de política del Banco Central en este modelo son la tasa de interés doméstica y la tasa de devaluación del colón. Mediante el control de estas variables el Banco puede incidir en la economía para alcanzar ciertas metas de inflación y de acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN).

Un aumento en la tasa de interés nominal incide tanto en la tasa de inflación como en la acumulación de RIN. Al aumentar la tasa de interés nominal, la demanda por bienes y servicios se contrae reduciendo así la presión sobre los precios y la tasa de inflación. Además, un aumento en la tasa de interés nominal dada la tasa de devaluación y la tasa de interés internacional permite también acumular reservas por dos canales. Primero, el aumento en el premio de tasa de interés atrae capitales internacionales. Segundo, el aumento en la tasa de interés real reduce la absorción interna, con lo que mejora el saldo en cuenta corriente.

Mediante el control de la tasa de devaluación, el Banco Central incide en la tasa de inflación a través de dos canales. El primero es un canal directo al afectar el precio de los bienes transables: un aumento en la devaluación acelera el crecimiento en los precios de los bienes transables, que tienen un peso importante dentro del índice general de precios (efecto de “pass-through”). El segundo canal está dado por el efecto de la tasa de devaluación sobre el tipo de cambio real y el efecto de este último sobre

la demanda agregada. La teoría económica es ambigua en cuanto al efecto que una devaluación real puede tener sobre la demanda agregada. En general, se asume que una devaluación real expande la demanda agregada en el mediano plazo, aunque puede tener efectos negativos en un plazo más corto.

Un aumento de igual magnitud en la tasa de devaluación y en la tasa nominal de interés produce una acumulación de reservas. Esto se debe a que el tipo de cambio real se deprecia en el corto plazo porque la inflación no aumenta al mismo ritmo que la devaluación. Esta devaluación real reduce la absorción interna e incentiva la producción de transables, favoreciendo así un menor déficit en la cuenta corriente. Si este aumento en la tasa de devaluación se acompaña de un aumento en la tasa nominal de interés de igual magnitud, entonces el premio en tasa de interés se mantendrá constante y no hay efecto sobre la cuenta de capitales. En tal caso sería de esperar una mayor acumulación de RIN.

Agenda de investigación

En el futuro, se pretende avanzar en al menos dos campos dentro del área particular de la modelación macroeconómica. El primero tiene que ver con el efecto de distintas políticas monetarias y fiscales sobre el saldo en cuenta corriente y la cuenta de capitales. Interesa no solo modelar el efecto de tales políticas sobre las RIN en el corto plazo, sino también modelar el efecto sobre las otras cuentas que componen la balanza de pagos. El segundo tiene que ver con el efecto de la política monetaria presente sobre la evolución de las finanzas de Gobierno Central y Banco Central en el mediano plazo. Para ello, se pretende integrar el modelo de sostenibilidad fiscal, actualmente en desarrollo, con el MMPE.

Recuadro 1: Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala (MMPE)

Como parte de las actividades orientadas a apoyar el proceso de modernización de la Programación Financiera del Banco Central de Costa Rica (BCCR), se estimó un modelo macroeconómico de pequeña escala (MMPE) para la economía costarricense. La primera versión de MMPE incluye cuatro relaciones de largo plazo para las principales variables macroeconómicas, a saber: tasa de inflación, crecimiento real del producto, reservas internacionales netas y una función de reacción para el manejo de la tasa de interés por parte de BCCR.

Este modelo básico será el punto de partida para agregar en futuras investigaciones, extensiones que permitan contar con mayor detalle de las variables de los sectores real, externo, fiscal y financiero.

1. RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN DE MMPE

A continuación se presentan los resultados de la estimación de MMPE¹, utilizando datos para el periodo trimestral de 1991:01 a 2002:04. Por razones de espacio solo se muestran las ecuaciones de largo plazo para cada una de las variables dependientes, toda vez que para su estimación se aplicó el método de corrección de errores², siguiendo el procedimiento de dos etapas sugerido por Engle y Granger³.

• Curva de Phillips:

$$p_t = -0.004 + 0.190 * \left(y_{t-1} - \bar{y}_{t-1} \right) + 0.209 * (e_{t-1} + p_{t-1}^*) + 0.741 * p_{t-1} \quad (1)$$

Donde: (errores estándar entre paréntesis)

p_t : Tasa de inflación doméstica, medida por la variación interanual del IPC promedio trimestral.

y_{t-1} : Logaritmo del PIB real sin Intel (desestacionalizado).

\bar{y}_{t-1} : Logaritmo del PIB potencial, que supone un crecimiento de 4,0%.

e_{t-1} : Tasa de devaluación, medida por la variación interanual del tipo de cambio nominal promedio trimestral.

¹ Un mayor detalle de las ecuaciones estimadas se podrá consultar en el documento que está en proceso de elaboración por parte de EMM.

² Excepto para el caso de la ecuación de reservas internacionales netas (RIN), donde todas las variables resultaron estacionarias.

³ Greene, William H. (1993). *Econometric Analysis*. Second Edition.

p_{t-1}^* : Tasa de inflación externa, medida por la variación interanual del IPP de EUA promedio trimestral.

En la ecuación (1), todos los coeficientes resultaron significativos y muestran el signo esperado.

El efecto pass-through trimestral es de 0,21%⁴ por cada punto porcentual de devaluación nominal. Por su parte, el coeficiente asociado a la brecha del producto indica que por cada punto porcentual de aumento del PIB por encima de su tendencia, la inflación se acelera en 0,19%. El coeficiente de la inflación rezagada refleja un fuerte efecto inercial que tienen los valores pasados de inflación.

• Curva de Demanda Agregada:

$$y_t = 6.983 - 0.56 * \left(\frac{E_{t-1} P_{t-1}^*}{P_{t-1}} - \overline{TCR}_{t-1} \right) - 0.169 * (i_{t-1} - p_{t-1}^e) + 1.203 * y_t^{EUA} \quad (2)$$

Donde: (errores estándar entre paréntesis)

y_t : Logaritmo del PIB real sin Intel (desestacionalizado).

$\left(\frac{E_{t-1} P_{t-1}^*}{P_{t-1}} - \overline{TCR}_{t-1} \right)$: Gap de tipo de cambio real.

i_{t-1} : Tasa básica bruta.

p_{t-1}^e : Tasa de inflación esperada.

P_{t-1}^* : IPP de EUA, promedio trimestral.

P_{t-1} : IPC promedio trimestral.

E_{t-1} : Tipo de cambio nominal promedio trimestral.

\overline{TCR}_{t-1} : Tipo de cambio real de tendencia estimado con el

y_t^{EUA} : Logaritmo del PIB real de EUA.

De manera similar a lo comentado en la función anterior, los coeficientes de la ecuación (2) resultaron significativos y con el signo esperado. Según esta relación de largo plazo las variaciones del tipo de cambio real afectan adversamente la demanda agregada, lo cual podría estar asociado a factores que implican, contrario a los puntos de vista tradicionales, que una depreciación real sea contractiva y genere una disminución en el nivel de actividad real y el empleo⁵.

⁴ En estudio de León, Morera y Ramos. "El Pass Through del Tipo de Cambio: un análisis para la economía costarricense de 1991 a 2001". DIE-DM/11-2001-DI; este coeficiente resultó de 0,16% con datos mensuales.

⁵ Edwards, Sebastián. (1991). "Real Exchange rates, devaluation, and adjustment: exchange rate policy in developing countries". The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Recuadro 1: Continuación...

El valor del coeficiente de la tasa de interés real, indica que ante aumentos de un punto porcentual en esta variable la tasa de crecimiento de la demanda agregada se contrae en 0.17% en el periodo siguiente. Este comportamiento parece estar reflejando el efecto contractivo que la tasa de interés tiene principalmente, sobre la inversión privada como indicador del costo del capital y en ciertos casos sobre el consumo privado. Por otra parte, se verifica que existe una relación de largo plazo estable entre la demanda agregada y el crecimiento real del producto de Estados Unidos de América (EUA).

• **Función de Reservas Internacionales Netas (RIN):**

Para estimar el comportamiento de la variación de RIN se utilizaron dos especificaciones, una en la cual se estima una función para la variación de RIN total y otra, en la cual se modela la variación de RIN asociada solo a las transacciones del sector privado; es decir, restando de la variación total de RIN todos los flujos de reservas asociadas a transacciones tanto corrientes como de capital del sector público.

Para efectos de las proyecciones del saldo de RIN se estimaron ambas ecuaciones, pero la que mejor ajustó fue la de capital privado, la cual se muestra en la siguiente ecuación (3):

$$\left(\frac{\Delta RIN_{-PRI}}{y}\right)_t = 0.001 + 0.078 \left(\frac{E_{t-2} P_{t-2}^*}{P_{t-2}} - \overline{TCR}_{t-2}\right) + 0.059 (i_t - p_t^e) + 0.191 (i_{t-1} - i_{t-1}^* - e_{t-1}) + 0.132 SP_{t-1} \quad (3)$$

Donde: : (errores estándar entre paréntesis)

$\left(\frac{\Delta RIN_{-PRI}}{y}\right)_t$: Variación de reservas del sector privado, como proporción del PIB.

i_t : Tasa básica bruta.

p_t^e : Tasa de inflación esperada.

$\left(\frac{E_{t-2} P_{t-2}^*}{P_{t-2}} - \overline{TCR}_{t-2}\right)$: Gap de tipo de cambio real.

P_t^* : IPP de EUA, promedio trimestral.

P_t : IPC promedio trimestral.

E_t : Tipo de cambio nominal promedio trimestral.

\overline{TCR}_{t-1} : Tipo de cambio real de tendencia estimado con el filtro de Hodrick y Prescott t.

i_t^* : Tasa LIBOR a seis meses.

e_t : Tasa de devaluación, medida por la variación interanual del tipo de cambio nominal promedio trimestral.

SP_{t-1} : Superávit primario del sector público (SPG).

Los coeficientes de la ecuación (3) fueron significativos y con el signo esperado. En este caso, mayores tasas de interés reales y depreciaciones reales se traducen en ganancias de RIN. El premio en tasas de interés es el que mayor sensibilidad tiene en explicar la variación de reservas del sector privado.

El signo positivo del coeficiente asociado al superávit primario (SP) indica que al reducirse el déficit fiscal mejoran las ganancias de RIN, por el efecto favorable de la cuenta corriente.

• **Función de reacción del Banco Central para determinar la tasa de interés**

$$i_t = 0.122 + 0.250 i_t^* + 0.323 e_t + 0.488 (y_t - \overline{y}_t) + 0.367 (p_t - p_t^{meta}) - 0.079 (rin_t - \overline{rin}_t) + 0.254 D_t^{PUB} \quad (4)$$

Donde: : (errores estándar entre paréntesis)

i_t : Tasa básica bruta.

i_t^* : Tasa LIBOR a seis meses.

e_t : Tasa de devaluación, medida por la variación interanual del tipo de cambio nominal promedio trimestral.

y_t : Logaritmo del PIB real sin Intel desestacionalizado.

\overline{y}_{t-1} : Logaritmo del PIB de tendencia (4,0%).

p_t : Tasa de inflación doméstica, medida por la variación interanual del IPC promedio trimestral.

p_t^{meta} : Tasa de inflación meta del programa monetario.

rin_t : Logaritmo del saldo promedio trimestral de las reservas internacionales netas.

\overline{rin}_t : Logaritmo del saldo promedio trimestral de las reservas internacionales netas de tendencia.

D_t^{PUB} : Colocación interna neta de títulos de propiedad y BEM (OMA), como proporción del PIB.

Todos los coeficientes muestran los signos teóricos esperados y, con excepción del de la LIBOR, resultaron significativos.

Recuadro 1: Continuación...

Se comprueba que el BCCR reacciona ante desvíos en la tasa de inflación observada respecto de la meta programada. De igual forma, se aprecia que la defensa del tipo de cambio es un elemento importante dentro del accionar de BCCR.

Por otra parte, se puede inferir que cuando la producción real se encuentra creciendo por encima de su nivel potencial, la posibilidad de que esto se traduzca en presiones inflacionarias por el lado de la demanda, hace que las autoridades decidan ajustar hacia arriba la tasa de interés para contraer la demanda interna.

El manejo de las tasas de interés por parte del BCCR se encuentra afectado por el comportamiento de las reservas internacionales netas. Concretamente, si éstas se encuentran por encima de lo que se considera su tendencia natural y BCCR no desea acumular reservas más allá de las que considera necesarias, el ajuste se hará sentir por medio de una disminución en la tasa de interés.

Finalmente, existe una relación positiva entre la tasa de interés y la colocación interna neta de títulos de propiedad y BEM, por parte de la Tesorería Nacional y el BCCR, respectivamente.

2. PROYECCIONES PARA 2003 Y 2004

Como parte del proceso de revisión del Programa Monetario de 2003 (PM – 2003), se obtuvo proyecciones para las principales variables macroeconómicas, para el periodo 2003:02 a 2004:04, a partir de la estimación y resolución simultánea de la primera versión de MMPE⁶.

Este primer ejercicio de simulación y estimación de MMPE, fue útil para la discusión interna de las acciones de política a incluir en la revisión de PM – 2003, así como referencia para el comportamiento futuro de las principales variables macro.

En el cuadro 1 se presentan los supuestos para las variables exógenas y en el cuadro 2 las proyecciones que se obtuvieron de MMPE para el periodo 2003 a 2004. Se muestran únicamente los valores anuales de las proyecciones, aunque estas se obtuvieron en forma trimestral, a partir del segundo trimestre de 2003.

	2002	2003	2004
Devaluación promedio	10.6%	10.6%	9.8%
Inflación externa	2.9%	1.3%	1.9%
Brecha de Producto	3.7%	3.2%	2.5%
PIBr EUA variación	2.9%	2.6%	3.3%
Gap TCR	-1.9%	1.6%	2.7%
LIBOR	1.9%	1.4%	1.8%
Premio tasa de interés	3.9%	4.4%	4.0%
SP	-0.7%	1.7%	0.5%
D ^{PUB}	5.0%	2.7%	1.0%

Elaboración propia EMM.

	Inflación	PIBr_SI Variación	RIN saldo	Tasa básica bruta
2002	10.1%	3.1%	1496.4	17.5%
2003	10.4%	4.1%	1578.8	16.7%
2004	10.1%	3.3%	1680.2	16.0%

Elaboración propia EMM.

Según se infiere de estas proyecciones:

- La tasa de inflación promedio podría acelerarse en 2003, pero tiende a retornar a un nivel similar al observado en 2002, en el año 2004.
- La tasa de crecimiento real del PIB sin Intel muestra un repunte en 2003 de un punto porcentual con respecto a la tasa observada en 2002 y se estabiliza alrededor de 3,3% en 2004.
- El saldo de RIN muestra ganancias de reservas para los años 2003 y 2004, en su orden, de EUA\$ 82 millones y EUA\$ 101 millones.
- El nivel promedio de la tasa básica bruta tiende a reducirse a partir de 2002, hasta alcanzar un nivel de 16% en 2004.

Es importante recalcar que las proyecciones del modelo constituyen información adicional en el proceso de establecer las metas del programa monetario y, por lo tanto, no deben considerarse como una proyección oficial del BCCR.

⁶Se contó con la colaboración de los departamentos de la División Económica en la recopilación de estimaciones para las variables exógenas del modelo.

Hoy en día es claro que el principal objetivo de largo plazo de la política monetaria es la estabilidad de precios¹⁴. Sin embargo, la forma en que la política monetaria debe ser diseñada e implementada para lograr ese objetivo (es decir, el régimen monetario), es todavía motivo de discusión.

En el caso particular de Costa Rica, la creciente dolarización de los instrumentos financieros y las dificultades para equilibrar el presupuesto nacional requieren profundizar la discusión sobre la naturaleza de nuestro régimen monetario. Aún cuando las condiciones actuales de la economía no promueven un ambiente propicio para realizar cambios importantes en la forma de hacer política monetaria (todavía se mantienen desequilibrios estructurales importantes, en particular, el de las finanzas públicas) es necesario evaluar la naturaleza de nuestro régimen monetario y las posibilidades que ofrece para garantizar la estabilidad de la moneda y el sistema financiero en el mediano y largo plazo.

El debate acerca de cuál es el régimen monetario y de tipo de cambio ideal en las economías en vías de desarrollo alcanzó mayor relevancia a partir de la crisis asiática y sus efectos de contagio en algunos países latinoamericanos y del este de Europa, lo cual sustentó la opinión generalizada de los expertos en este tema de que los sistemas monetarios basados en esquemas de fijación del tipo de cambio eran altamente vulnerables a desembocar en crisis y que, por lo tanto, los países emergentes deberían escoger sistemas de mayor flexibilidad.

No obstante lo anterior, algunos países escogieron sistemas cambiarios en la dirección opuesta, esto es, hacia un sistema de fijación dura ya sea bajo la modalidad de caja de conversión o de una dolarización total, impulsados por las preocupaciones de que una mayor flexibilidad

¹⁴ No obstante, esta visión no está exenta de críticas. Véase, por ejemplo a Stiglitz, “Mentiras graves sobre los bancos centrales”, columna de opinion en diario El Nacional. Caracas, domingo 15 de junio, 2003

podría traer consigo algunos otros problemas como socavar la estabilidad financiera y provocar incertidumbre en los mercados.

En algunas etapas de esta discusión, se ha tendido a confundir el verdadero objetivo de dicho debate teórico-práctico desde la óptica de la banca central; esto es, la escogencia de un esquema de política monetaria en donde ésta sea independiente y autónoma en la búsqueda del objetivo de la estabilidad de precios o, en su defecto, escoger un sistema en donde el objetivo principal no sea una meta inflacionaria, con lo que la política monetaria ocuparía un segundo plano dentro de las opciones de política económica.

La anterior escogencia lleva implícito un resultado acerca del tipo de régimen cambiario como consecuencia del sistema monetario seleccionado, implicando características de mayor flexibilidad en el primer caso y de relativa rigidez en el segundo, sobre todo en una economía abierta. Por lo tanto, en algunas ocasiones la intensidad de las discusiones en este debate se centraron en los aspectos cambiarios dejando de lado el verdadero objetivo de dichas discusiones, cual es el de otorgar o no una mayor independencia y efectividad a la política monetaria.

3.1 Alternativas de régimen monetario

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.

Un ancla nominal, es alguna variable sobre la que el banco central tiene algún grado de control y la cual está altamente relacionada con el objetivo final de la política monetaria, es decir, la estabilidad de precios.

La existencia de un "ancla nominal" es una condición necesaria para la estabilidad macroeconómica, dado que en el largo plazo el crecimiento de todas las variables nominales de la economía se iguala al crecimiento preestablecido de la variable utilizada como ancla. 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.

Podemos caracterizar los diferentes regímenes monetarios utilizados alrededor del mundo, en función del ancla nominal que utilizan para promover la estabilidad de precios.

Regímenes basados en metas para el tipo de cambio

Estos regímenes pueden tomar diferentes formas, desde la fijación del valor de la moneda doméstica a algún tipo de “commodity” (como en el caso del patrón oro) hasta la fijación en relación con la moneda de otro país con baja inflación o una canasta de monedas de diferentes países. La fijación puede ser “dura” (paridades fijas por períodos relativamente largos) o del tipo ajustable como es el caso de Costa Rica.

En todo caso, cualquier forma que adopte el objetivo de tipo de cambio, su principal consecuencia es la defensa de la paridad establecida por parte del banco central. En este régimen de política monetaria el banco central se compromete a comprar y vender las divisas que sean necesarias al precio establecido con el fin de mantener el tipo de cambio.

En una economía abierta y con libre flujo de capitales, esto implica que el banco central ve limitada su capacidad de ejecutar una política monetaria independiente, es decir, pierde control sobre la cantidad de dinero doméstico en circulación pues este dependerá del volumen negociado de divisas.

No obstante, el no contar con una política monetaria independiente puede ser una ventaja bajo algunas circunstancias. Los regímenes monetarios con meta de tipo de cambio han sido muy exitosos en programas de estabilización en países donde la disciplina monetaria ha sido particularmente débil. Entre las virtudes que se le atribuyen en la literatura a este tipo de regímenes destacan: fijar la tasa de inflación para los bienes transables

internacionalmente, anclar las expectativas de inflación domésticas a las del país cuya moneda es referencia para fijar la paridad, proveer una regla automática para la política monetaria que resuelve los problemas de inconsistencia temporal¹⁵, el esquema es claro, simple y fácil de entender por el público.

Sin embargo, a pesar de sus virtudes se reconocen dos importantes críticas al uso de este esquema en países en desarrollo. En primer lugar, el esquema ofrece un riesgo de crisis financieras al dejar abierta la posibilidad de un ataque especulativo contra la moneda local, en un contexto de dolarización de activos y pasivos en el sistema financiero. En segundo lugar, elimina del mercado información importante sobre el tono de la política monetaria. En otras palabras, el precio de las divisas no será reflejo de su escasez relativa, lo cual permitiría al banco central aplicar políticas más expansivas que no serían descubiertas hasta que un ataque especulativo tenga lugar.

Regímenes basados en metas monetarias

Los regímenes basados en metas monetarias parten de la existencia de una relación sólida y estable entre alguna medida de la liquidez de la economía (que el banco central pueda controlar) y el objetivo final de la política monetaria, normalmente la estabilidad de precios.

La principal ventaja de este esquema es que le da al banco central la posibilidad de manejar la política monetaria para lidiar con choques de carácter doméstico. Es decir, el banco central podría tener objetivos de inflación diferentes de otros países y tener algún margen de acción ante fluctuaciones del producto y el nivel de empleo. El esquema es transparente pues la evolución del ancla nominal es fácilmente observable por el público. Las estadísticas sobre la evolución de los agregados monetarios están disponibles con relativa prontitud lo que ayuda a fijar las expectativas de inflación, en

15 Sobre este tema véase Barro, R. y D. Gordon, "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy". *Journal of Monetary Economics*. Julio, 1983

el tanto estos agregados se comporten de acuerdo con lo programado por el banco central.

Sin embargo, el esquema de metas monetarias tiene dos críticas principales. En primer lugar, los bancos centrales que lo practican alrededor del mundo no han sido particularmente estrictos en el cumplimiento de sus metas. En términos generales han permitido desvíos de los agregados monetarios de sus niveles-objetivo y han demostrado algún grado de asimetría en la respuesta de política dependiendo de si dicho desvío es por encima o por debajo de la meta¹⁶. En segundo lugar, la relación entre los agregados monetarios, el ingreso nominal y la inflación es cada vez menos clara. Diferentes estudios alrededor del mundo demuestran que esta relación se ha debilitado, principalmente desde inicios de los años 80, en parte por la evolución de los mercados financieros que han permitido el desarrollo y liquidez de medios de pago diferentes al pasivo bancario.

Regímenes de metas de inflación

En este tipo de régimen, la proyección de inflación por parte de las autoridades se convierte en el ancla nominal de la economía. 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 primer país en aplicar este esquema fue Nueva Zelanda, en 1990. Posteriormente otros países asumieron el régimen, como Canadá, el Reino Unido, Suecia, Finlandia, Australia, España e Israel, entre otros. En América Latina, Chile es pionero en el uso de objetivos de inflación, mientras que México, Colombia, Brasil y Perú también los aplican.

16 Para el caso de Costa Rica la evidencia empírica, para el periodo 1994-2002, sugiere la existencia de una asimetría de la política monetaria. Puede consultarse para un mayor detalle a Mayorga, Quirós y Solera, "Efectos asimétricos de la política monetaria", DI-01-2003, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica, Marzo 2003.

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.

Entre las principales desventajas que se le señalan a las metas de inflación destacan dos que son de particular relevancia en América Latina. En primer lugar, el esquema de metas de inflación podría amenazar la credibilidad del banco central, pues la inflación es un fenómeno difícil de controlar, especialmente cuando se trata de reducir la inflación desde niveles muy altos o con un fuerte componente inercial, como es el caso de Costa Rica. En segundo lugar, el esquema requiere de flexibilidad en la determinación del tipo de cambio nominal. La existencia de un alto grado de dolarización del sistema financiero puede ser un problema potencial en un régimen de metas de inflación en una economía abierta y dependiente de importantes flujos de capital del exterior, pues siempre existirá la posibilidad de que ocurran variaciones fuertes del tipo de cambio.

Regímenes basados en anclas nominales implícitas

Existe otro tipo de regímenes que se caracterizan por no contar con un ancla nominal explícita para la formulación de la política monetaria. Sin embargo, el hecho de que no exista un ancla nominal en el sistema no implica una falta de compromiso de la política monetaria con la estabilidad de precios. Este es el tipo de esquema que utiliza la Reserva Federal de los EE.UU.¹⁷ Si bien ha resultado exitoso, se le critica su falta de transparencia, la cual puede dar origen a mayor volatilidad en los mercados financieros e incrementar la incertidumbre sobre la tendencia futura del producto y la inflación. Sin embargo, el problema más serio con este tipo de régimen es que las probabilidades

¹⁷ Para un mayor detalle véase Mishkin, “Experiencias Internacionales con Diferentes Regímenes de Política Monetaria”, NBER Working Paper No.7044, Cambridge, marzo, 1999.

de éxito dependen fuertemente de las preferencias, destrezas y el grado de confianza que transmitan las personas a cargo del banco central.

3.2 Experiencia internacional con cada uno de los sistemas

No es posible argumentar a priori la superioridad de ninguno de los regímenes monetarios comentados con anterioridad en términos de cómo alcanzar la estabilidad de precios. En general, se pueden citar ejemplos de países que han sido exitosos controlando la inflación y que ejecutan su política monetaria bajo diferentes esquemas.

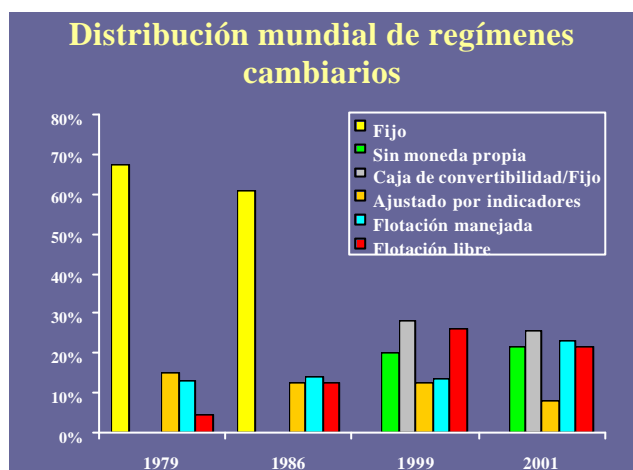
No obstante, la elección del régimen más adecuado para un país en particular no es una decisión trivial. Establecer cuál régimen monetario sería el idóneo para determinado país depende de sus propias características, coyuntura económica por la que pasa y la visión que se tenga del mismo a largo plazo en su estrategia de desarrollo.

Algunos autores plantean que los países deben resolver un dilema conocido en la literatura como la “trinidad imposible”¹⁸. Este término se refiere a la imposibilidad de lograr, en la actual coyuntura internacional, simultáneamente independencia monetaria, estabilidad del tipo de cambio y una adecuada integración financiera con el resto del mundo. Así, por ejemplo, si la sociedad decidiera que lo más conveniente para promover el crecimiento económico y la estabilidad sería contar con independencia monetaria e integrarse financieramente al resto del mundo, la recomendación de política sería pensar en esquemas monetarios con flexibilidad en el tipo de cambio. 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. Esquemas monetarios con fijaciones



18 La acuñación del término se atribuye al economista italiano Tommaso Padoa-Schioppa. Véase Edwards, Sebastián “La Situación Macroeconómica en Guatemala: Evaluación y Recomendaciones sobre Política Monetaria y Cambiaria”. Universidad de California, USA. Julio, 2000.

Existe una tendencia mundial a ubicarse en los extremos del espectro de opciones de regímenes cambiarios, esto es, total flexibilidad o fijaciones duras.



duras del tipo de cambio (cajas de conversión, uniones monetarias o dolarización plena) serían recomendables para economías que buscaran estar integradas financieramente con el resto del mundo pero que consideren poco deseable la volatilidad cambiaria.

Lo que sí resulta claro alrededor del mundo, es que debido a la creciente movilidad de los capitales, existe una tendencia de los países a migrar hacia regímenes monetarios que garanticen la independencia monetaria o la estabilidad del tipo de cambio, lo cual implica regímenes cambiarios extremos; es decir, con total flexibilidad del tipo de cambio o fijaciones duras. En este contexto, regímenes intermedios (como el de minidevaluaciones) son cada vez menos frecuentes.

3.3 Consideraciones para un cambio de régimen

La elección del régimen de política monetaria para determinado país implica analizar cuál es la mejor manera de restringir la discrecionalidad en el diseño y ejecución de dicha política¹⁹. Esto, obviamente, depende en buena medida de la estructura institucional del país.

Por lo tanto, y de acuerdo con Mishkin y Savastano²⁰, la discusión no debe ser si el tipo de cambio debe ser fijo o flexible, sino de cómo crear las condiciones para que la política monetaria pueda mantener la inflación en niveles bajos y estables, además de (si fuera deseable) lidiar adecuadamente con choques domésticos y externos.

En los comienzos de la década de los ochenta, el BCCR seguía un régimen monetario basado en agregados monetarios. Sin embargo, al igual que la mayoría de países de América Latina se incrementó la dificultad de determinar con un grado razonable de certeza el volumen necesario de medios de pago

¹⁹ Se trata de restringir la discrecionalidad de los bancos centrales para evitar el sesgo inflacionario (inconsistencia temporal) en la política monetaria. Sobre el tema, véanse los trabajos de Barro y Gordon.

²⁰ Mishkin, F., y M. Savastano: "Monetary Policy Strategies for Latin America", NBER Working Paper No.7617. Cambridge, marzo, 2000

en la economía para alcanzar determinada meta de inflación, debido a la inestabilidad que muestra la demanda de dinero. Por lo tanto, este tipo de régimen no representa una alternativa en las circunstancias actuales.

Por otra parte, regímenes monetarios de ancla nominal implícita no parecieran ser lo suficientemente transparentes como para ser considerados como parte de la estrategia de política monetaria en la mayoría de países latinoamericanos por el momento, debido a la poca confiabilidad que han generado sus bancos centrales.

Algunos economistas han sugerido la posibilidad de asumir un régimen monetario con fijación dura del tipo de cambio, e incluso la dolarización de la economía. Si bien este régimen elimina absolutamente la discrecionalidad en el manejo de la política monetaria, sus posibilidades de éxito son escasas en un ambiente de fragilidad financiera y finanzas públicas de dudosa sostenibilidad, tal y como lo muestra el caso de Argentina.

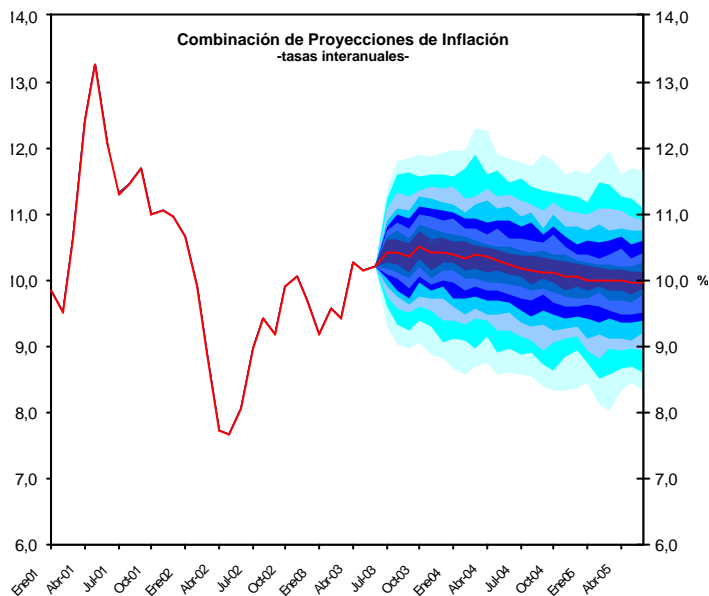
La disciplina fiscal y un sólido sistema financiero, como en cualquier régimen, también son requisitos para estrategias como la meta explícita de inflación. Aunque esta no requiere de la adopción de un régimen cambiario más flexible de primera entrada, sobre todo si se pretende reducir aún más los niveles de inflación antes de adoptar el esquema, eventualmente será necesaria una mayor flexibilidad con la finalidad de que el tipo de cambio no se convierta en la verdadera ancla nominal en lugar de la meta de inflación. El hecho de que el sistema financiero esté altamente dolarizado, puede ser un obstáculo para que el banco central permita un mayor peso de las fuerzas del mercado en la determinación del tipo de cambio.

Los resultados de la investigación a lo interno del BCCR sugieren que podría haber ganancias de bienestar, en términos de una menor tasa de inflación, si se considera una alternativa diferente al régimen monetario prevaleciente. Sin embargo, el BCCR reconoce la limitada posibilidad de introducir cambios significativos en el régimen de

política monetaria mientras no se vislumbre una solución de largo plazo a los problemas estructurales de la economía, en particular, el desequilibrio de las finanzas públicas.

No obstante, la discusión de estos temas ocupa un lugar importante en la agenda del BCCR con el fin promover las acciones de política necesarias para garantizar la estabilidad de la moneda y del sistema financiero en un horizonte de mediano y largo plazo.

Se proyecta una inflación de un 10.4% a diciembre del 2003 y de un 10% a diciembre del 2004.



En este capítulo se incluyen las proyecciones de la tasa de inflación así como los principales elementos que podrían condicionar estos resultados y los retos que enfrenta la política monetaria a futuro. En esta oportunidad, el BCCR preparó un programa monetario para 18 meses a partir de julio del 2003.

4.1 Meta de precios del programa monetario

Con base en los resultados de los diferentes métodos de pronóstico de inflación²¹ y el análisis del entorno económico actual, se decidió mantener la meta de inflación en 10% al término de los próximos 18 meses. Cabe indicar que los aumentos previstos en electricidad, teléfono, agua y taxi para los próximos meses, podrían hacer que la tasa se ubique por encima del 10% al finalizar el año 2003. Estos aumentos son ajenos a la naturaleza de la política monetaria y tienen la característica de impactar los precios en el muy corto plazo, pero su efecto se desvanece en el mediano plazo.

Es importante aclarar que tanto el modelo del “*pass through*” como el modelo macroeconómico se utilizan recientemente como herramientas alternativas para proyectar la inflación y se espera incorporarlas en un futuro dentro de la combinación de proyecciones de inflación. En consecuencia, el gráfico de abanico y los pronósticos que se obtienen a partir de la combinación de proyecciones de inflación, se realizaron con los cuatro modelos que tradicionalmente se emplean para ese fin.

Con información observada a junio del 2003, la inflación interanual se proyecta en 10,4% para diciembre del 2003 y en 10,0% para diciembre del 2004, como puede observarse en el cuadro adjunto.

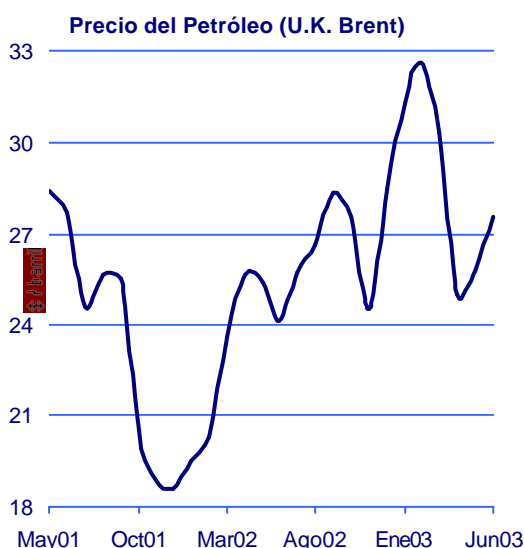
21 El BCCR se apoya en diferentes tipos de pronóstico para establecer la meta de precios en la formulación del Programa Monetario. Actualmente se cuenta con al menos cuatro: 1) la combinación de proyecciones de inflación, 2) el modelo del pass-through para Costa Rica, 3) el juicio de experto y 4) el Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala (MMPE).

Proyecciones combinadas para diciembre 2003 y 2004 y sus actualizaciones

Información al mes	Límite inferior (por ciento)		Media	Límite superior (por ciento)	
	90	50		50	90
Inflación diciembre 2003					
Diciembre 2002	8,9	9,6	10,0	10,5	11,1
Enero 2003	8,4	9,0	9,5	10,0	10,8
Febrero 2003	8,9	9,5	10,0	10,4	11,2
Marzo 2003	8,6	9,3	9,7	10,2	11,1
Abril 2003	9,4	10,1	10,5	11,0	11,6
Mayo 2003	9,2	9,8	10,2	10,7	11,2
Junio 2003	9,2	10,0	10,4	10,8	11,4
Inflación diciembre 2004					
Diciembre 2002	8,5	9,3	9,8	10,2	10,8
Enero 2003	8,2	8,9	9,3	9,7	10,4
Febrero 2003	8,5	9,1	9,5	9,9	10,6
Marzo 2003	8,2	9,0	9,4	9,9	10,6
Abril 2003	8,9	9,7	10,1	10,6	11,4
Mayo 2003	9,0	9,6	10,0	10,4	11,0
Junio 2003	9,0	9,6	10,0	10,4	11,1
Inflación en 24 meses					
Diciembre 2002	8,5	9,3	9,8	10,2	10,8
Enero 2003	8,1	8,8	9,3	9,7	10,4
Febrero 2003	8,4	9,1	9,5	9,9	10,4
Marzo 2003	8,3	9,0	9,4	9,8	10,4
Abril 2003	9,0	9,7	10,1	10,5	11,1
Mayo 2003	8,9	9,5	10,0	10,4	11,0
Junio 2003	8,8	9,6	10,0	10,4	11,0

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 precio del petróleo presentó grandes fluctuaciones durante el primer semestre del 2003.



²² Según la Agencia de Información de Energía de los Estados Unidos con datos observados a junio.

Los supuestos en que descansa esta proyección son los siguientes:

- (1) Una tasa de interés mundial de 0.92% durante el horizonte de proyección, la cual se refiere al rendimiento sobre letras del tesoro de Estados Unidos a 90 días.
- (2) Incremento nominal del tipo de cambio de un 10.6% para 2003.
- (3) Un precio medio de petróleo de \$28.5 por barril para 2003 y \$25 para el 2004²².

4.2 Balance de Riesgos

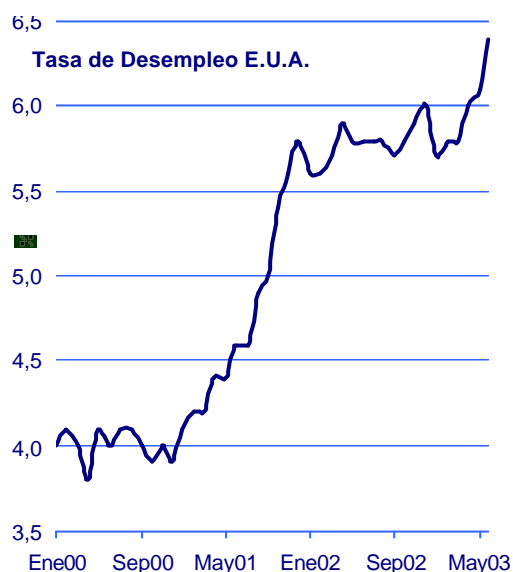
Panorama internacional

En el Informe de Inflación anterior (enero 2003) se presentó el entorno mundial como uno de los principales factores de riesgo que podrían generar desviaciones importantes de la tasa de inflación con respecto a la meta del programa monetario y a las proyecciones efectuadas para los próximos meses. En ese momento existía gran incertidumbre en torno a la duración del conflicto en Iraq y su efecto sobre los precios del petróleo y la economía mundial, sobre todo la de Estados Unidos.

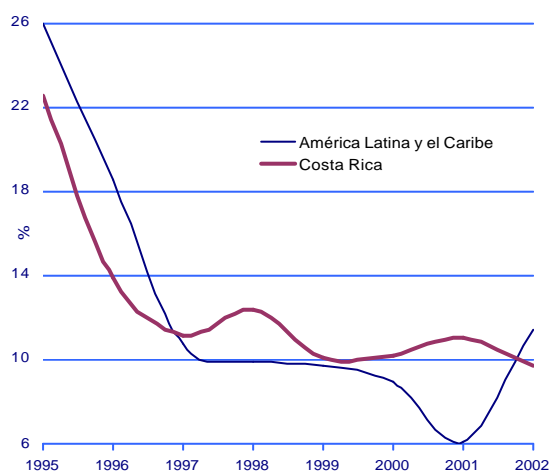
Efectivamente el precio del petróleo presentó grandes fluctuaciones durante el primer semestre del 2003, alcanzando su punto más alto en las semanas previas al inicio del conflicto armado, para luego caer significativamente ante un final relativamente rápido de la guerra y la solución de la crisis en Venezuela. Sin embargo, surgieron otros factores que podrían afectar la oferta futura de petróleo y que nuevamente ejercen presión sobre los precios, tales como la amenaza de huelga de los trabajadores del petróleo en Nigeria y el prolongado tiempo que está tomando Iraq para volver a colocar su petróleo en el mercado internacional.

Con respecto al crecimiento económico mundial, se esperaba que el gasto militar y la posterior reconstrucción de Iraq ayudaran a la reactivación de la economía estadounidense. No obstante, los

Los principales indicadores de producción y empleo indican que la reactivación en la economía de Estados Unidos no se dio durante el primer semestre del año.



Aún no ha sido posible reducir la tasa de inflación a cifras de un dígito.



Fuente: CEPAL, sobre la base de la información proporcionada por las instituciones oficiales nacionales

principales indicadores de producción y empleo señalan que dicha reactivación no se dio en la primera parte del año y más bien se acentuaron las manifestaciones de una recesión. Para el segundo semestre las expectativas son de un modesto crecimiento aún muy por debajo de los niveles alcanzados en el año 2000.

Otras economías como Japón y la zona del Euro también presentaron un deterioro durante el primer semestre del 2003 y no se prevé una recuperación importante en el corto plazo.

Según este panorama, la incertidumbre asociada a la evolución de los precios del petróleo sigue siendo una importante fuente de riesgo para el logro de la meta de inflación en los próximos 24 meses.

La implementación de la reforma fiscal

Desde su inicio, el Informe de Inflación ha destacado la necesidad de avanzar en la reforma fiscal, de tal forma que se garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas y se le pueda dar al banco central mayor espacio para la ejecución de la política monetaria y cambiaria que permita reducir la inflación a niveles de un dígito. Sin embargo, este proceso a lo largo de los años ha demostrado ser políticamente complicado y susceptible de ser modificado en alguno de sus alcances por diferentes grupos de presión.

Ciertamente, algunos indicadores de sostenibilidad fiscal todavía no muestran señales alarmantes. (Véase recuadro 2). La razón deuda/PIB se ha mantenido relativamente estable, sin embargo, la situación puede cambiar significativamente si la economía no logra retomar su tasa de crecimiento potencial, si las tasas de interés reales, tanto domésticas como internacionales sufrieran un incremento y si no se alcanzaran superávits primarios de Gobierno Central superiores al 1,5% del PIB.

El panorama fiscal indudablemente continúa constituyéndose en el principal elemento de riesgo interno que podría hacer peligrar los objetivos de estabilidad macroeconómica. Es necesario, por lo tanto, seguir avanzando en la reforma fiscal y consolidar el proceso de saneamiento de las finanzas públicas para garantizar su sostenibilidad, con el fin de hacer menos vulnerable el objetivo de estabilidad en el mediano y largo plazo.

Recuadro 2: Riesgo Soberano y Clasificaciones Internacionales.

ASPECTOS GENERALES

La globalización de los mercados, la movilidad creciente de capitales y la experiencia de algunos países en el último quinquenio con el efecto contagio, han sido razones de peso para que los participantes del mercado de capitales tomen en cuenta cada día más la valoración del riesgo soberano que brindan algunas clasificadoras internacionales.

El riesgo soberano podría compararse con el riesgo crediticio, ya que corresponde a un indicador que el mercado o una institución financiera le atribuye a determinado deudor o deficitario y cuyo objetivo es medir la probabilidad de que las obligaciones contraídas sean honradas. En este sentido, los primeros pasos en la determinación de este riesgo consisten en la evaluación del marco legal y constitucional del emisor, con el propósito de determinar las fuentes de ingresos, la capacidad de deuda (solvencia), la capacidad de contratación y los mecanismos de control e información para las obligaciones en estudio. Una vez establecido el contexto donde opera el deudor se analizan los aspectos financieros y cualquier otro elemento de juicio vinculado con el comportamiento previsible del deudor.

En el caso que estos deudores sean los gobiernos, el riesgo crediticio involucrado en el pago de las obligaciones se denomina riesgo soberano y pretende incorporar dentro de la calidad crediticia de los gobiernos, el nivel de incertidumbre sobre la capacidad y la predisposición de pago de una nación ante las obligaciones contraídas con sus acreedores. La medición de este riesgo responde al hecho de que las consultoras de riesgo tratan de determinar la calidad crediticia de un gobierno soberano, tomando en cuenta la amplia gama de poderes y recursos que hacen que la calidad crediticia de cada gobierno sea superior al de las empresas privadas¹.

La medición de dicho riesgo se realiza mediante la construcción de indicadores de tipo cualitativo y cuantitativo, los cuales involucran diferentes áreas socio-económicas de la nación. En el caso de los indicadores cuantitativos se utiliza la información disponible en las cuentas públicas, estadísticas referidas a las principales variables macroeconómicas y a la formulación de los presupuestos públicos. En el caso de los indicadores cualitativos se utilizan informes realizados por las autoridades

¹ En este sentido, la posibilidad que tiene el gobierno de cobrar impuestos e imprimir moneda nacional le brinda un mecanismo de cobertura de deudas que le sitúa en una posición más ventajosa que la empresa privada o gobiernos sub-soberanos.

respecto a la gestión pública y la opinión de analistas sobre aspectos más subjetivos como las fortalezas, oportunidades, amenazas y debilidades que se observen en el país analizado.

En términos generales, las empresas clasificadoras de riesgo soberano analizan los siguientes elementos para emitir su juicio respecto al nivel de riesgo crediticio soberano:

- Riesgo Político
- Ingresos y Estructura Económica
- Perspectivas de Crecimiento Económico
- Flexibilidad Fiscal
- Carga de la Deuda Pública
- Estabilidad de Precios
- Flexibilidad de la Balanza de Pagos
- Deuda Externa y Liquidez

RIESGO SOBERANO EN COSTA RICA

Calificación Internacional

Al mes de julio del 2003, Costa Rica tiene una clasificación de grado especulativo para las emisiones tanto de largo plazo como de corto plazo en moneda extranjera.

Las entidades clasificadoras describen a Costa Rica como un país que prospera en la apertura de sus mercados (bienes, servicios y activos financieros), diversificando en su base exportadora y con atractivo para la inversión extranjera directa por sus características socio-económicas, lo que ha dado margen para que las empresas de microprocesadores instalen sus plantas en el país. No obstante, las clasificadoras internacionales consideran que el persistente déficit público es una amenaza para el desarrollo futuro de la economía y que la industria bancaria muestra aún problemas derivados de una gran concentración de la banca estatal y de un elevado nivel de dolarización de las carteras de crédito.

Según los informes de clasificación de riesgo soberano de estas empresas, los siguientes son los aspectos socio-económicos que caracterizan al país:

Fortalezas:

- Una democracia madura y fortalecida
- Un nivel de deuda externa modesto y con margen de solvencia
- Un sector exportador competitivo, diversificado y en crecimiento
- Sector turístico con potencial para el crecimiento

Debilidades:

- Limitada flexibilidad de los gastos fiscales
- Sector público altamente endeudado

Recuadro 2: Continuación...

- Ineficiencias del Sistema Bancario
- Amplia participación del gobierno en los mercados de negociación
- Poco desarrollo del mercado de capitales

Estos factores han sido los que más han incidido en la clasificación de las emisiones de riesgo soberano para Costa Rica, las cuales nos ubican en un grupo de naciones cuyas emisiones muestran cierto carácter especulativo, dados los posibles cambios en el entorno económico local y extranjero. En este sentido, en este grupo se encuentran países como Colombia, India, Panamá, Perú y Guatemala.

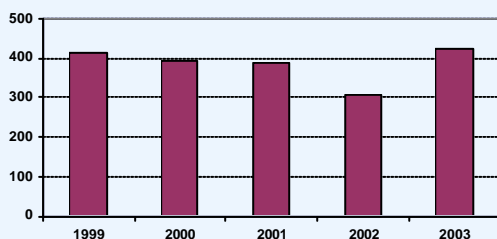
Premio por Riesgo País

El premio por riesgo país es otro elemento relacionado con la percepción de los inversionistas internacionales respecto a las condiciones económicas, sociales y políticas de los países emisores. Esta percepción se refleja en la prima por sobre la tasa libre de riesgo que deben ofrecer los países emisores de deuda soberana en el mercado internacional para que las emisiones sean atractivas para los inversionistas.

La tasa libre de riesgo más utilizada corresponde a la Tasa de Interés de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos, dada su cotización internacional y lo estable de la demanda por estos instrumentos financieros.

Como muestra la siguiente figura, el spread o prima por riesgo país que ha tenido que afrontar el Gobierno en el mercado primario internacional ha sido muy estable y se ha ubicado en un nivel cercano a los 400 puntos base, con excepción de las emisiones del 2002, las cuales se colocaron en condiciones muy favorables dadas la coyuntura en el mercado internacional posterior a los ataques terroristas en Estados Unidos y al incremento en la demanda de títulos valores de los países latinoamericanos en el primer trimestre del año 2002.

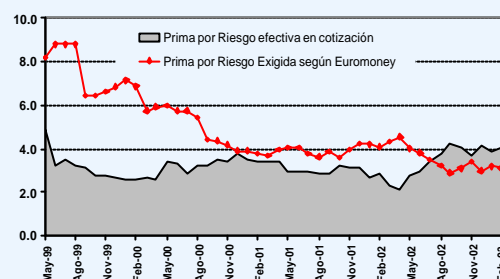
PRIMA POR RIESGO PAÍS DE LAS EMISIONES DE DEUDA SOBERANA DE COSTA RICA
En puntos base



Por su parte, las primas exigidas por el mercado internacional en la negociación de mercado secundario han tendido a reducirse

significativamente desde que inició la estrategia de endeudamiento externo por parte del Gobierno. Tal y como muestra la figura siguiente, la cotización de la deuda soberana en el mercado secundario internacional se ha mantenido relativamente estable y la prima por riesgo se ha mantenido en niveles cercanos a los 400 puntos base; no obstante, de acuerdo a la metodología utilizada por las empresas clasificadoras en la estimación de la tasa de interés que deben ofrecer los países emisores de deuda soberana para competir con las tasas libres de riesgo, la prima exigida ha tendido a reducirse significativamente desde que el país inició su estrategia de colocación de valores en el mercado internacional.

PRIMA EXIGIDA EN EL MERCADO INTERNACIONAL PARA LAS EMISIONES DE DEUDA SOBERANA DE COSTA RICA EN EL MERCADO SECUNDARIO
En puntos porcentuales



Por último, si se compara la prima de cotización de los títulos de deuda soberana de Costa Rica con la prima de los países latinoamericanos que mantienen una clasificación internacional similar, se observa que el spread de los bonos costarricenses se ha mantenido más estable, en contraste con la tendencia creciente que ha seguido el spread de países como República Dominicana, Venezuela y Guatemala o bien a la mayor variabilidad que exhiben Panamá, Colombia y Trinidad y Tobago.

SPREAD DE LA DEUDA SOBERANA DE COSTA RICA A 10 AÑOS RESPECTO A LOS BONOS DEL TESORO
En puntos base

