



INFORME DE INFLACIÓN

DIVISIÓN ECONÓMICA
MAYO, 2010

El Informe de Inflación fue elaborado por la División Económica del Banco Central de Costa Rica y conocido por el Presidente Ejecutivo el 31 de mayo del 2010.

ADVERTENCIA

Este informe corresponde al periodo noviembre 2009-abril 2010; sin embargo, no para todas las variables la información disponible se circunscribe a dicho lapso. Concretamente, las fechas de corte son:

- Producción: 31 de marzo del 2010.
- Variables monetarias: 30 de abril del 2010.
- Inflación y mercado cambiario: 31 de mayo del 2010.

Algunas cifras tienen carácter preliminar.

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

<http://www.bccr.fi.cr>

Para comentarios o consultas, diríjase a:

mongeao@bccr.fi.cr

solanoci@bccr.fi.cr

solerara@bccr.fi.cr

garciaji@bccr.fi.cr

ÍNDICE DE CONTENIDO

Presentación.....	
Resumen del Informe	1
Capítulo 1. La inflación y sus determinantes	4
1.1 <i>Contexto internacional</i>	4
1.1.1 <i>Actividad económica</i>	4
1.1.2 <i>Mercados financieros.....</i>	7
1.1.3 <i>Inflación Internacional</i>	10
1.2 <i>Evolución reciente de la inflación interna</i>	11
1.3 <i>Determinantes de la inflación.....</i>	16
1.3.1 Demanda agregada.....	16
1.3.2 Liquidez, tasas de interés y tipo de cambio.....	21
1.3.3 Expectativas de inflación	26
1.3.4 Inercia inflacionaria.....	27
Capítulo 2: Del régimen de banda cambiaria a un régimen de flotación	29
2.1 <i>Introducción</i>	29
2.2 <i>Funcionamiento del mercado cambiario costarricense.....</i>	30
2.2.1 Mercados donde se transan las divisas.....	30
2.2.2 Participación del BCCR en el mercado cambiario	31
2.2.3 Comportamiento del tipo de cambio en el régimen de banda cambiaria.....	33
2.3 <i>Banda cambiaria y control de la inflación</i>	38
2.4 <i>Hacia la flexibilidad cambiaria.....</i>	41
2.4.1 Valoración del régimen de banda cambiaria	41
2.4.2 Próxima etapa para la flexibilidad cambiaria: flotación	42
2.4.3 Criterios de intervención de un banco central en flotación cambiaria	42
2.4.4 Acciones para poner en funcionamiento un esquema de flotación cambiaria en Costa Rica ...	46
2.4.5 Tareas pendientes para avanzar hacia la flotación	47

Capítulo 3: Avances en la gestión de la liquidez realizada por el BCCR.....	48
3.1 <i>La gestión de la liquidez en un contexto de metas de inflación.....</i>	48
3.1.1 Gestión de liquidez y la tasa de interés como instrumento de política monetaria	48
3.1.2 Instrumentos empleados para administrar la liquidez	48
3.2 <i>Estrategia propuesta para la gestión de liquidez en Costa Rica</i>	49
3.3 <i>Requisitos para establecer la nueva estrategia de control de liquidez</i>	51
3.4 <i>Avances en la adopción de la nueva estrategia de control de liquidez</i>	52
3.5 <i>Tareas Pendientes</i>	56
Capítulo 4. Proyecciones y balance de riesgos	58
4.1 <i>Proyecciones de inflación</i>	58
4.2 <i>Balance de riesgos</i>	59
Índice histórico de recuadros del Informe de Inflación	64

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Producto Interno Bruto de países desarrollados seleccionados.....	4
Gráfico 2. Producción industrial de países desarrollados seleccionados	4
Gráfico 3. Exportaciones mundiales.....	5
Gráfico 4. Ventas al por menor en países desarrollados seleccionados.....	5
Gráfico 5. Tasa anual de desempleo en países desarrollados seleccionados.....	5
Gráfico 6. Producto Interno Bruto en países emergentes seleccionados	6
Gráfico 7. Tasas de interés de política monetaria en países desarrollados seleccionados.....	7
Gráfico 8. Curva de rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos.....	7
Gráfico 9. Índices bursátiles en los mercados financieros.....	8
Gráfico 10. Costo de aseguramiento de la deuda pública	8
Gráfico 11. Márgenes entre bonos soberanos emergentes y bonos de Estados Unidos.....	9
Gráfico 12. Índices bursátiles de países emergentes seleccionados	9
Gráfico 13. Índices de los mercados cambiarios internacionales.....	10
Gráfico 14. Índices de precios de materias primas.....	10
Gráfico 15. Variación interanual de precios en países seleccionados.....	11
Gráfico 16. Inflación y objetivo de inflación al término del 2010	11
Gráfico 17. Estacionalidad del IPC-febrero 1997-mayo 2010	12
Gráfico 18. Inflación subyacente (ISI)	15
Gráfico 19. Aporte de la demanda interna y externa neta a la variación del PIB.....	16
Gráfico 20. IMAE: variación interanual y aceleración.....	19
Gráfico 21. Índice de condiciones económicas (ICEA) actuales y de expectativas económicas (IEE).....	20
Gráfico 22. Brecha del producto	21

Gráfico 23. Agregados monetarios restringidos, liquidez total y riqueza financiera del sector privado	22
Gráfico 24. Liquidez total y riqueza financiera del sector privado, sin efecto cambiario	22
Gráfico 25. Tasa básica nominal bruta y tasa de política monetaria	23
Gráfico 26. Tasa básica real esperada a fin de mes	24
Gráfico 27. Expectativas de variación del tipo de cambio nominal a 12 meses y premio por ahorrar en moneda nacional.....	24
Gráfico 28. Tipo de cambio negociado en el MONEX y límites de la banda cambiaria	25
Gráfico 29. Coeficiente de variación del tipo de cambio promedio ponderado del MONEX	25
Gráfico 30. Crédito al sector privado (CSP): variación interanual sin efecto cambiario y participación de la moneda nacional.....	25
Gráfico 31. Expectativas de inflación a 12 meses e inflación observada	27
Gráfico 32. Banda Cambiaria: Tipos de Cambio de Intervención, MONEX y Referencia	35
Gráfico 33. Comparación de la volatilidad del tipo de cambio en países seleccionados.....	36
Gráfico 34. Comparación de la volatilidad del tipo de cambio en países seleccionados.....	37
Gráfico 35. Intermediarios cambiarios: variación mensual de la posición propia de divisas.....	37
Gráfico 36. Efecto monetario neto de las operaciones cambiarias	38
Gráfico 37. Coeficiente de traspaso de corto plazo, con estimaciones recursivas	39
Gráfico 38. Coeficiente de traspaso de largo plazo, con estimaciones recursivas	40
Gráfico 39. Participación relativa de la moneda nacional en los agregados monetarios	41
Gráfico 40. Esquema de intervención del BCCR en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).....	50
Gráfico 41. Monto total transado y crédito otorgado por el BCCR en MIL en colones	54
Gráfico 42. Tasas de interés promedio en el MIL en colones	54
Gráfico 43. Colocación de BEM en subasta y ventanilla	55
Gráfico 44. Recursos líquidos de los bancos, mutuales y empresas financieras no bancarias.....	56
Gráfico 45. Proyección de inflación.....	61

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1. Proyecciones de crecimiento del PIB.....	6
Cuadro 2. IPC: transables y no transables	13
Cuadro 3. Índice de precios al consumidor (IPC) por grupos	13
Cuadro 4. IPC: Regulados y no regulados aporte porcentual al resultado acumulado	14
Cuadro 5. IPC: componente subyacente y no subyacente	15
Cuadro 6. Demanda global real	19
Cuadro 7. IMAE por industria: variación media e interanual	21
Cuadro 8. Crédito al sector privado: flujos acumulados.....	26
Cuadro 9. Costa Rica: modificaciones en los parámetros de la banda cambiaria 2006-2010	33
Cuadro 10. Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral: principales supuestos de variables exógenas	58
Cuadro 11. MMPT: proyección de inflación interanual en porcentaje	59

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1. Cronología de los ciclos económicos en Costa Rica 1990-2010.....	17
Recuadro 2. Clasificación de los regímenes cambiarios según criterio del Fondo Monetario Internacional (FMI).....	44
Recuadro 3. Diseño de un gráfico de abanico de bandas asimétricas.....	62

Presentación

El Banco Central presenta el Informe de Inflación correspondiente a mayo del 2010. Este informe, de publicación semestral, comprende el periodo noviembre 2009-abril 2010 y su objetivo principal es explicar a la sociedad la visión del Banco Central de Costa Rica sobre la evolución reciente y esperada de la inflación. Además, dado que se está en un proceso de transición hacia un esquema de metas de inflación, se comunican las principales acciones que ha adoptado esta Institución en la reforma del régimen monetario, así como las tareas pendientes.

El documento se divide en cuatro capítulos. El primero analiza el comportamiento reciente de la inflación y sus determinantes; el segundo detalla la evolución del mercado cambiario desde la adopción del régimen de banda cambiaria y examina la agenda pendiente para pasar a un régimen de flotación; el tercero menciona las medidas adoptadas para mejorar la gestión de la liquidez y la estrategia diseñada para continuar avanzando en esta materia y, por último, el cuarto capítulo muestra las proyecciones para la inflación y los riesgos asociados a dichas estimaciones. En esta oportunidad se incorpora un gráfico de abanico con límites de confianza asimétricos en torno a la proyección central de inflación, para representar la valoración que hace el Banco Central de los riesgos asociados a dicho pronóstico e ilustrar eventuales presiones asimétricas al alza o a la baja sobre la proyección de inflación.

El principal mensaje de este informe es que, si bien la inflación se aceleró en el período diciembre 2009-febrero 2010, durante los tres últimos meses, dicha aceleración se redujo, de modo que las proyecciones interanuales a diciembre del 2010 y del 2011 se mantienen dentro de los rangos establecidos en el Programa Macroeconómico. Además, es importante acotar que la aceleración antes comentada se presentó en un contexto macroeconómico caracterizado por ausencia de presiones de demanda interna. La evolución reciente de la inflación estuvo determinada por elementos difíciles de controlar en el corto plazo con acciones de política monetaria, tales como la estacionalidad, el impacto de la inflación importada y el efecto de los ajustes en los precios de los bienes y servicios regulados.

Francisco de Paula Gutiérrez G.,
Presidente

Resumen del Informe

La economía internacional muestra signos de recuperación. En los países desarrollados, la producción se aceleró a partir del último trimestre del 2009, mientras que en los países en desarrollo el crecimiento ha tendido a consolidarse en meses recientes. Asimismo, el sector financiero continúa recuperándose, aunque con cierta lentitud. Las estimaciones apuntan a que en el bienio 2010-2011 la economía mundial continuará creciendo, impulsada principalmente por las naciones asiáticas emergentes, aunque persisten algunos riesgos, asociados al retiro de las medidas estabilizadoras aplicadas por los gobiernos para enfrentar la crisis y al elevado déficit fiscal que presentan algunas naciones industrializadas.

El mayor dinamismo de la actividad económica mundial y las expectativas de crecimiento han generado un repunte en el precio de los metales y del petróleo durante el primer cuatrimestre del año, situación no observada en los precios de los granos básicos, que se han mantenido relativamente estables.

La recuperación de la economía mundial se ha reflejado en el nivel de actividad económica local. En el primer trimestre del 2010, la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) mantuvo la tendencia al alza observada desde mediados del 2009, registrando una variación media anual de 6,1%. Asimismo, se estima que en lo que resta del presente año la economía continuará creciendo, aunque a un ritmo más moderado que en el primer trimestre.

La mayoría de las industrias que integran el IMAE tuvieron un desempeño positivo en los tres primeros meses del año, destacando la manufactura, que fue justamente la industria que más contribuyó a la desaceleración y contracción del PIB entre el 2008 y el 2009, dado su estrecho vínculo con el comportamiento de la demanda externa.

La mejora en la actividad económica ha empezado a proyectarse en otros indicadores, como el empleo y el consumo de electricidad, gasolina y diesel, importantes insumos en el proceso productivo. Igualmente, se ha manifestado en expectativas más optimistas en empresarios y consumidores.

La recuperación de la demanda global no ha constituido una fuente de presión inflacionaria hasta el momento, pues se estima que la producción aún continúa en un nivel inferior al potencial. De igual modo, el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios, así como del mercado cambiario tampoco ha generado mayores presiones inflacionarias. De hecho, el crédito concedido por el Sistema Bancario Nacional al sector privado continuó estancado con respecto al nivel registrado al cierre del año anterior y el efecto traspaso del tipo de cambio hacia los precios internos ha tendido a reducirse.

Dentro del contexto macroeconómico descrito en el párrafo anterior, si bien la inflación (medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor) se aceleró en el periodo diciembre 2009-febrero 2010, durante los siguientes tres meses dicha aceleración se redujo. En mayo la inflación se ubicó en 6,2%, cifra en torno al límite superior del rango meta planteado en el Programa Macroeconómico 2010-11 para diciembre del 2010 (entre 4% y 6%). Esta tasa, aunque superior en 2,2 puntos porcentuales (p.p.) a la inflación acumulada a diciembre del 2009, fue inferior en 3,2 p.p. al dato correspondiente a mayo del 2009.

La evolución reciente de la inflación se asocia con factores difíciles de controlar o de influir directamente mediante la política monetaria en el corto plazo, como la estacionalidad de precios, la inflación importada, la inercia y las expectativas inflacionarias.

Por su parte, la inflación de mediano y largo plazo, medida con la variación interanual del Índice Subyacente de Inflación (ISI), ha tendido a estabilizarse desde noviembre del 2009 alrededor de un 4%.

Pese a la baja histórica de la tasa de inflación general en el 2009 y las señales de estabilización evidenciadas por el indicador de inflación subyacente, las expectativas inflacionarias, aunque menores a las observadas un año atrás, todavía se mantienen por encima del rango meta de inflación para el término del 2010, situación que dificulta el control de dicha variable por parte del Banco Central.

En relación con el mercado cambiario, este se caracterizó en los cinco primeros meses del presente año por una alta disponibilidad de divisas, explicada por: i) ingresos netos de divisas por concepto de flujos de turismo y de exportación, ii) disminución en la tenencia de títulos de emisores internacionales por parte de agentes privados e institucionales y la consecuente repatriación de las divisas y iii) la decisión de varios bancos comerciales de reducir su posición propia en divisas.

La mayor disponibilidad de divisas acentuó la apreciación nominal de la moneda local respecto al dólar estadounidense observada desde hace varios meses y permitió al Banco Central no intervenir en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX).

En este sentido, aunque el país no ha pasado formalmente a un régimen de flotación, a partir de agosto del 2009, el mercado ha funcionado como tal (durante ese periodo el Banco Central no ha intervenido en el Mercado de Monedas Extranjeras).

La transición hacia un régimen de flotación se está gestando de manera gradual y ordenada y los participantes del mercado parecen tener una mejor percepción del riesgo cambiario. Sin embargo, para dar el paso (formal) hacia la flotación es preciso tomar algunas acciones adicionales a las que se han aplicado desde el año 2006. En particular, como se discute en

el capítulo 2 de este informe, deben definirse las reglas de intervención del Banco Central en el mercado cambiario y efectuar las modificaciones necesarias para aumentar el grado de integración y competencia del mercado en las negociaciones de moneda extranjera, así como propiciar el desarrollo de los derivados cambiarios.

La flexibilización del tipo de cambio es uno de los prerrequisitos para avanzar hacia un esquema de metas de inflación, pero además, es preciso mejorar la gestión de la liquidez que realiza el Banco Central para consolidar a la tasa de interés de corto plazo como el principal instrumento de la política monetaria.

En línea con dicho objetivo, el Banco Central ha aplicado medidas en los últimos tres años tendientes a crear las condiciones para iniciar una intervención activa en el mercado de dinero. En particular, se ha venido trabajando en el diseño de un nuevo esquema para la administración de la liquidez sistémica en moneda local, que se basa en un “corredor” de tasas de interés establecido a partir de la tasa de política monetaria (TPM).

A la fecha, los principales avances en la adopción de esta estrategia son: i) aprobación de las “Políticas Generales para la Administración de Pasivos”, que diferencian las operaciones para el control monetario de aquellas requeridas para la administración de la deuda del BCCR, ii) modificación de las regulaciones de encaje mínimo legal para mejorar la estimación de la liquidez sistémica, iii) creación del Mercado Integrado de Liquidez (MIL), iv) diseño del Ejercicio Diario de Seguimiento de la Liquidez y v) traslado de parte de los recursos líquidos de los intermediarios financieros hacia instrumentos del Banco Central a plazos mayores (270 días o más). Aún quedan varios aspectos pendientes, los cuales se discuten con detalle en el capítulo 3 de este informe.

Las acciones de política monetaria adoptadas por el Banco Central durante el presente año han sido consistentes con el objetivo de migrar hacia un esquema de metas de

inflación para mejorar el control de dicha variable, como le obliga su Ley Orgánica.

En los primeros cinco meses del año, la tasa de política monetaria (TPM) se mantuvo invariable en un nivel de 9%. Sin embargo, el Banco Central ajustó la curva de rendimiento de sus instrumentos de absorción e incrementó en 50 puntos base la tasa de interés de los Depósitos Electrónicos a Plazo (DEP) a 270 días o más con la intención de trasladar parte de los recursos altamente líquidos de los intermediarios financieros hacia instrumentos de mayor plazo (tanto Bonos de Estabilización Monetaria como Depósitos Electrónicos a Plazo).

Finalmente, la proyección de la tasa de inflación al cuarto trimestre del 2010 es de un 5,1% y para el 2011 de un 4,4%. Estas cifras reflejan una desaceleración de dicha variable con respecto a la tasa de inflación promedio de la última década (11%) y se ubican dentro

del rango de tolerancia definido por el Banco Central en el Programa Macroeconómico para esos años (de 4% a 6% y de 3% a 5%, respectivamente).

No obstante, como toda proyección macroeconómica, su valor predictivo está condicionado a la no materialización de algunos riesgos. En el entorno externo, los principales condicionantes se refieren al ritmo de recuperación de la actividad económica y a la evolución de los precios de las materias primas, mientras que en el interno los principales factores de riesgo se relacionan con la evolución de las expectativas inflacionarias, del resultado financiero del Gobierno Central y del tipo de cambio nominal en el horizonte de proyección.

De la valoración de los diferentes riesgos se infiere un balance con sesgo al alza de la proyección de inflación.

Capítulo 1. La inflación y sus determinantes

Este capítulo analiza el comportamiento de la inflación, medida por distintos indicadores (índice de precios al consumidor, índice de inflación subyacente, índice de precios al productor) en los primeros cinco meses del 2010, tomando en cuenta aquellos aspectos del entorno macroeconómico nacional e internacional que sean relevantes para explicar dicho comportamiento.

1.1 Contexto internacional

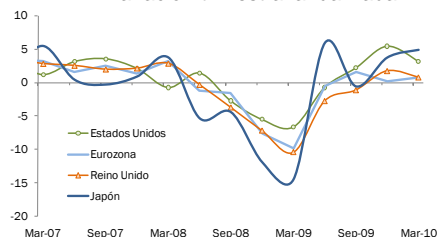
Los principales indicadores de actividad económica indican que la recuperación de la economía mundial ha tendido a consolidarse en los últimos trimestres, mientras que el sector financiero se recupera lentamente. Pese a esto, persisten riesgos asociados al retiro de las medidas de estímulo y al elevado déficit fiscal que presentan algunos países. El mayor dinamismo de la actividad mundial se reflejó en un incremento en el precio de los metales y del petróleo y en un repunte en la inflación durante el primer cuatrimestre del 2010.

1.1.1 Actividad económica

De conformidad con los indicadores de producción, las economías desarrolladas iniciaron su recuperación a partir del segundo trimestre del 2009, respondiendo a las medidas de estímulo fiscales y monetarias adoptadas desde el 2008, dentro de las cuales destacan la reducción en las tasas de interés y los programas de inyección de liquidez a los mercados financieros.

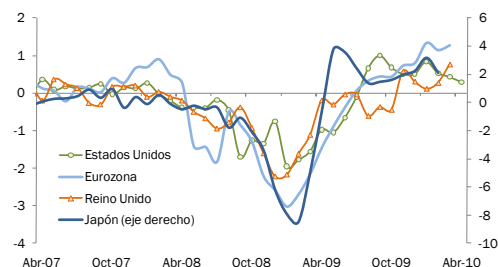
Durante el primer trimestre del 2010, el ritmo de crecimiento de la actividad industrial en Estados Unidos de América, Reino Unido y Japón se moderó, pero se mantuvo en terreno positivo, apoyado sobre todo en el proceso de reposición de inventarios en el sector manufacturero. En Estados Unidos también contribuyó a este resultado el aumento en el consumo personal durante ese mismo período (3,6%) y la mejora en la productividad.

Gráfico 1. Producto Interno Bruto de países desarrollados seleccionados
-variación trimestral anualizada-



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 2. Producción industrial de países desarrollados seleccionados
-promedio móvil de 3 meses de las variaciones mensuales-

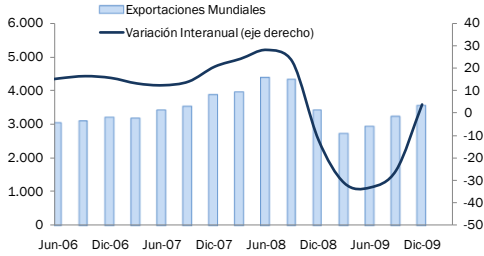


Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos, Eurostat, Oficina Nacional de Estadísticas de Reino Unido, Ministerio de Finanzas de Japón y Bloomberg.

Asimismo, a partir del segundo semestre del 2009 ha habido una recuperación de las exportaciones mundiales¹, asociada principalmente a una mayor demanda de bienes externos por parte de las economías asiáticas.

¹Cifras de la Organización Mundial de Comercio (OMC) indican que en el 2009 el volumen de comercio cayó 12%, producto de la contracción en la demanda mundial y del escaso financiamiento disponible para el comercio. En dólares estadounidenses la contracción fue de 23%, debido tanto a la caída en el precio de las materias primas como en el volumen negociado.

Gráfico 3. Exportaciones mundiales
-miles de millones de dólares y variación interanual por trimestre-

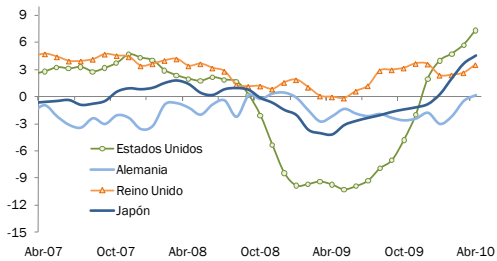


Fuente: Organización Mundial de Comercio.

La tendencia positiva de los indicadores de actividad en los países desarrollados coincide con el retorno de la confianza en los negocios y en la recuperación de la confianza del consumidor, hecho que ha incidido positivamente en el consumo y se manifestó en el repunte de las ventas al por menor en los últimos meses².

Gráfico 4. Ventas al por menor en países desarrollados seleccionados

-promedio móvil de 3 meses de las variaciones interanuales-



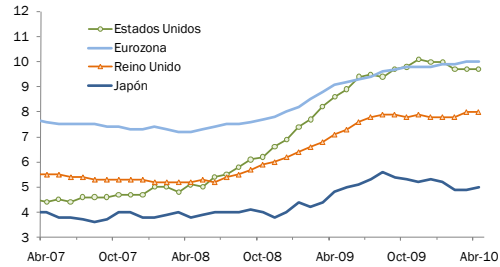
Fuente: US Census Bureau, Oficina Nacional de Estadísticas de Reino Unido, Bundesbank, Ministerio de Economía de Japón y Bloomberg.

No obstante lo anterior, los consumidores estadounidenses continúan postergando la compra de bienes durables y de servicios, debido a la inestabilidad del mercado laboral y la reducción que se dio en la riqueza de las

² Otros factores también han favorecido las ventas minoristas. Por ejemplo, en Estados Unidos el Gobierno ofreció incentivos para la compra de automóviles.

familias debido al deterioro del sector inmobiliario. Una situación similar ocurre en Europa, donde el desempleo se mantiene en niveles históricamente altos, con una importante desigualdad entre los países miembros³.

Gráfico 5. Tasa anual de desempleo en países desarrollados seleccionados



Fuente: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Oficina Nacional de Estadísticas de Reino Unido, Ministerio de Interior de Japón y Bloomberg.

Las economías en desarrollo crecieron en forma moderada durante buena parte del 2009, pero con una importante recuperación en el último trimestre del año y el primer trimestre del 2010, como resultado principalmente de la aplicación de políticas monetarias y fiscales contra-cíclicas.

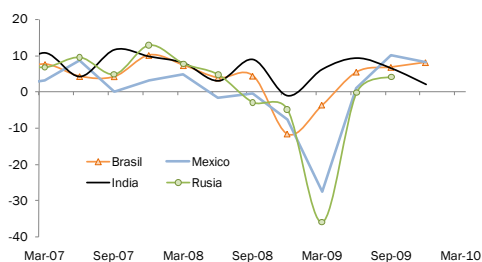
Particularmente, en América Latina la recesión reflejó entre otros, la reducción en el flujo de inversión extranjera directa y de remesas familiares, así como la caída en el precio de las materias primas y en la demanda externa de exportaciones. Esto último fue de especial importancia en México y en los países centroamericanos, en razón de su estrecha relación comercial con Estados Unidos⁴.

³De acuerdo con Eurostat, el desempleo en la Eurozona alcanzó el 10,1% en abril del 2010, el más alto desde 1998. España informó un desempleo del 19,7%, mientras que Alemania, Francia e Italia registraron tasas de 7,1%, 10,1% y 8,9% respectivamente.

⁴Además, en México la gripe AH1N1 propició, desde el segundo trimestre del 2009, una caída en las industrias de transporte y de turismo, las cuales no se han recuperado por completo.

Por su parte, Asia emergente continúa experimentando un crecimiento acelerado, especialmente China e India. No obstante, en el presente año las autoridades de China han tomado medidas (aumento del encaje mínimo legal y condiciones crediticias restrictivas) para evitar el sobrecalentamiento de la economía y reducir las presiones inflacionarias⁵.

Gráfico 6. Producto Interno Bruto en países emergentes seleccionados
 -variación trimestral anualizada-



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

La evolución reciente de los principales indicadores económicos ha incidido positivamente en las proyecciones de crecimiento mundial para los próximos años, aunque para las economías desarrolladas se espera un crecimiento menor al observado antes de la recesión, debido a las altas tasas de desempleo y de deuda pública, la fragilidad de los sistemas financieros y del sector inmobiliario, así como el eventual retiro paulatino de los planes de estímulo, previsto para este año⁶.

De acuerdo con las diferentes estimaciones de crecimiento del PIB para el bienio 2010-2011, los países desarrollados crecerían entre 1,8% y 2,5% durante el 2010 y en promedio, 2,4% en el 2011. Particularmente, la proyección de crecimiento

⁵La Oficina Nacional de Estadísticas de China informó un crecimiento del PIB de 8,7% en el 2009. En el primer trimestre del 2010, el PIB creció 11,9%, la producción industrial un 19,6% y la inversión en activos fijos un 25,6%. La inflación interanual en abril del 2010 ascendió a 2,8%.

⁶Diferentes organismos internacionales redujeron las estimaciones de crecimiento de algunos países desarrollados para el 2011 producto de la repercusión que tendría la salida de los planes de estímulo en el 2010.

de Estados Unidos se sustenta en la expectativa de que el consumo personal y la inversión privada estarían por encima del 2% y 1,6% respectivamente, a partir del segundo trimestre del 2010⁷.

Cuadro 1. Proyecciones de crecimiento del PIB
 -tasas de variación anual-

	FMI	Banco Mundial	Consensus Forecasts	JPMorgan
2010				
Mundo	4,2	2,7	3,4	3,3
Países Desarrollados	2,3	1,8	n.d	2,5
Estados Unidos	3,1	2,5	3,3	3,4
Eurozona	1,0	1,0	1,1	1,6
Japón	1,9	1,3	2,4	2,1
Reino Unido	1,3	n.d	1,3	1,2
Países Emergentes	6,3	5,2	n.d	6,3
América Latina	4,0	3,1	4,2	4,6
2011				
Mundo	4,3	3,2	3,4	3,3
Países Desarrollados	2,4	2,3	n.d	2,6
Estados Unidos	2,6	2,7	3,1	3,1
Eurozona	1,5	1,7	1,5	2,1
Japón	2,0	1,8	1,7	1,9
Reino Unido	2,5	n.d	2,3	3,1
Países Emergentes	6,5	5,8	n.d	5,8
América Latina	4,0	3,6	3,8	3,8

Fuente: WB Global Economic Prospects (mar-10), JPM World Financial Markets (mar-10), FMI World Economic Outlook (abr-10) y Consensus Forecasts (may-10).

Las estimaciones de crecimiento del PIB para la Eurozona son menos alentadoras, debido a la lenta recuperación de la demanda interna y a los problemas fiscales que enfrentan algunos de sus miembros (entre ellos, España, Portugal, Irlanda y, especialmente, Grecia), situación que los ha obligado a ejecutar planes de austeridad en el corto plazo⁸.

Finalmente, los países en desarrollo crecerán entre 5,2% y 6,3% durante el 2010, impulsados sobre todo por el desempeño de las economías emergentes de Asia. En América Latina se espera un mayor crecimiento para los países más diversificados en términos de productos y

⁷Revista Consensus Forecasts, edición de mayo del 2010.

⁸De acuerdo con estimaciones del Banco Central Europeo, la Eurozona crecería entre 0,4% y 1,2% durante el 2010 y entre 0,5% y 2,5% en el 2011.

destinos de exportación (principalmente los exportadores de materias primas) y los que tienen mercados internos más desarrollados.

En el caso particular de América Central, debido a su condición de importador neto de materias primas, el FMI estima un crecimiento de 2,9% para el 2010, por debajo del crecimiento esperado para América Latina (4%).

1.1.2 Mercados financieros

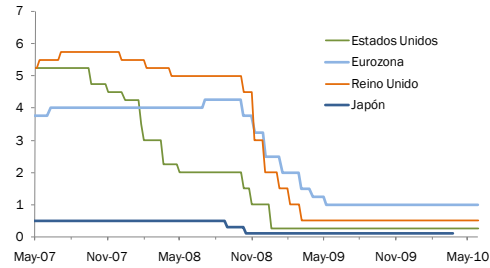
Aunque con cierta lentitud, el sector financiero continúa recuperándose en respuesta a las intervenciones estabilizadoras de las autoridades gubernamentales.

No obstante, dada la fragilidad que aún persiste en los mercados financieros y la lenta recuperación de la economía mundial, los bancos centrales de algunos países desarrollados (Inglaterra, Japón y Estados Unidos) anunciaron que mantendrán sus programas de inyección de liquidez mediante la compra de activos en los mercados bursátiles, pero iniciaron el retiro paulatino de las facilidades de crédito bancario.

Quizás el hecho más destacable en relación con este aspecto, es la decisión del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos de aumentar en 25 puntos básicos la tasa de redescuento que aplica en los préstamos directos de corto plazo a los bancos comerciales⁹.

A su vez, las autoridades monetarias de las principales economías desarrolladas ratificaron en varias ocasiones su decisión de mantener en niveles mínimos las tasas de interés de la política monetaria, en espera de señales más claras de recuperación, en el tanto no exista evidencia de importantes presiones inflacionarias.

Gráfico 7. Tasas de interés de política monetaria en países desarrollados seleccionados

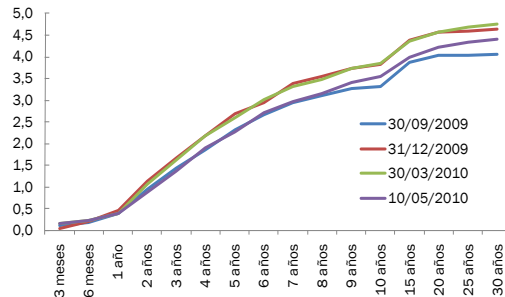


Fuente: Bancos Centrales y Bloomberg.

Pese a lo anterior, durante el cuarto trimestre del 2009 y los primeros tres meses del 2010, hubo un aumento en el rendimiento de los bonos de deuda de los Estados Unidos y del Reino Unido, que se manifestó en el empinamiento de las curvas soberanas¹⁰.

Este comportamiento evidencia la demanda de un mayor rendimiento para el ahorro de largo plazo, pues se tiene la expectativa de que tanto la Reserva Federal como el Banco de Inglaterra aumentarán la tasa de política hacia finales del 2010 o en los primeros meses del 2011.

Gráfico 8. Curva de rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

⁹ Con el incremento la tasa de redescuento se ubicó en 0,75% a partir del 19 de febrero del 2010.

¹⁰ Pese a que durante abril y mayo del 2010 se redujeron los rendimientos de los bonos con vencimientos más largos, esto no fue suficiente para revertir el empinamiento de las curvas soberanas.

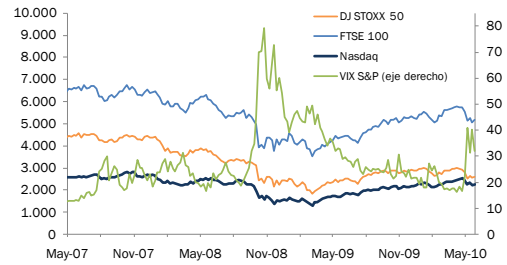
A esto se suma la sobreoferta de títulos de deuda, ante las emisiones realizadas por estos países para atender sus desbalances presupuestarios.

El aumento en la actividad bursátil y en el precio de los activos en general, confirma la recuperación de los mercados financieros internacionales en los últimos doce meses. Este comportamiento refleja, además, el retorno de la confianza de los ahorrantes en las emisiones del sector privado toda vez que, en términos generales, los resultados corporativos y bancarios han sido positivos durante los últimos períodos¹¹.

Así por ejemplo, a mayo del 2010 los índices accionarios en Estados Unidos registraron ganancias entre 53% y 75% con respecto a los niveles mínimos de marzo del 2009. Mientras tanto, en Europa y Japón los incrementos estuvieron por encima del 40% y 36% respectivamente para el mismo período.

Durante los primeros meses del año, la volatilidad de estos mercados continuó reduciéndose hasta niveles similares a los observados antes del estallido de la crisis, no obstante, en mayo del 2010 este comportamiento se revirtió como consecuencia de los problemas fiscales que presentan algunos países europeos¹². Esta situación incidió también en una caída temporal en los índices accionarios, que en promedio alcanzó el 8% en Estados Unidos y 5,7% en Europa en relación con el mes anterior.

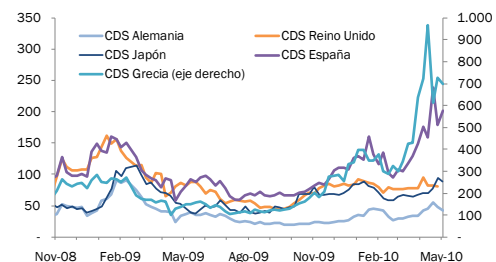
Gráfico 9. Índices bursátiles en los mercados financieros desarrollados



Nota: El índice VIX es publicado por Chicago Board Options Exchange y mide la volatilidad implícita del índice bursátil S&P 500.
Fuente: Bloomberg.

Las medidas de apoyo adoptadas por los gobiernos durante la crisis financiera, tales como el traslado de activos riesgosos a sus balances y la expansión fiscal, repercutieron en un aumento en la percepción de riesgo soberano, que se manifestó en mayores costos de aseguramiento de deuda pública (Credit Default Swaps¹³). Con excepción de los países europeos que han experimentado problemas fiscales recientemente, para los demás, los costos de financiamiento han sido más favorables que en el primer trimestre del año anterior (gráficos 10 y 11)¹⁴.

Gráfico 10. Costo de aseguramiento de la deuda pública
-en puntos básicos-



Fuente: Bloomberg.

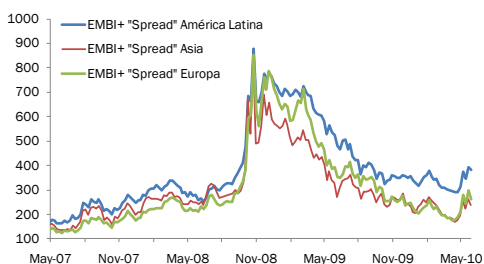
¹¹Por ejemplo, cerca del 70% de las empresas que conforman el índice S&P 500 superaron las expectativas de ingresos durante el cuarto trimestre del 2009.

¹²La incertidumbre relacionada con el acuerdo de apoyo financiero a Grecia por parte de los países miembros de la Eurozona y la posibilidad de contagio de la crisis griega a otros países, fueron los detonantes del incremento temporal de la volatilidad. El pasado 18 de mayo Grecia finalmente recibió el primer préstamo por €20.000 millones para enfrentar vencimientos de deuda.

¹³Los Credit Default Swaps (CDS) se expresan en puntos básicos por millón de deuda asegurada.

¹⁴En el caso de Grecia, los costos de aseguramiento han aumentado, debido a la crisis que enfrenta. Los CDS a 5 años para los bonos de deuda de dicho país alcanzaron un máximo de 965 puntos básicos el 7 de mayo del 2010.

Gráfico 11. Márgenes entre bonos soberanos emergentes y bonos de Estados Unidos -puntos básicos-

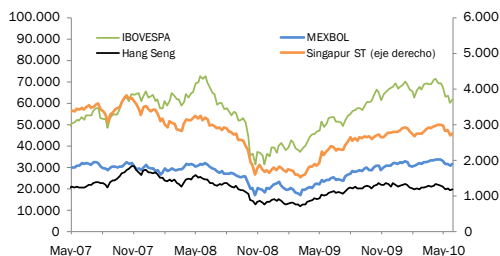


Fuente: Bloomberg.

Las constantes reducciones en las tasas de interés en los países desarrollados durante el 2009 propiciaron un cambio en las decisiones de ahorro en favor de instrumentos más rentables. Esta situación generó un traslado de recursos hacia las economías emergentes y un aumento en la actividad bursátil de estos mercados.

Como consecuencia de lo anterior, los índices bursátiles de estos países continuaron aumentando y en algunos casos alcanzaron niveles por encima de los observados antes de la crisis financiera.

Gráfico 12. Índices bursátiles de países emergentes seleccionados



Fuente: Bloomberg.

De acuerdo con el FMI, el aumento en los precios de los activos en los países emergentes aún no es excesivo, pero preocupa que este comportamiento pueda provocar “burbujas” de precios¹⁵.

¹⁵Global Financial Stability Report (GFSR), edición de abril del 2010.

En el sector bancario, el aumento en la actividad bursátil propició un incremento en los ingresos provenientes de los negocios relacionados con la administración de carteras de inversión, que permitió a los principales bancos internacionales registrar utilidades en los últimos trimestres.

No obstante, estos resultados fueron contrarrestados por el pobre desempeño de las actividades de banca al por menor, atribuido principalmente al registro de estimaciones por créditos morosos o incobrables y a la reducción en los ingresos por comisiones bancarias¹⁶.

Esta situación ha seguido generando condiciones restrictivas de crédito principalmente hacia los sectores comerciales no financieros en Estados Unidos y ha disparado las emisiones privadas en los mercados bursátiles, como principal medio para obtener financiamiento.

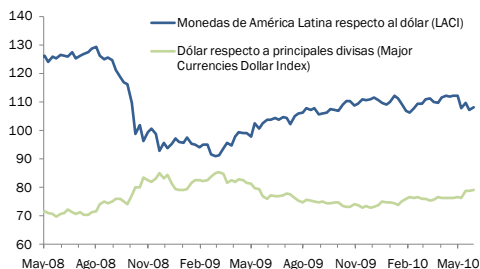
En los mercados cambiarios, entre mayo del 2009 y mayo del 2010 el dólar de Estados Unidos se depreció con respecto a las principales monedas latinoamericanas (4%)¹⁷, hecho que se explica principalmente por el creciente flujo de capital que se trasladó durante el período de crisis, desde Estados Unidos hacia otros mercados, en particular los de países emergentes.

No obstante, entre diciembre del 2009 y mayo del 2010 el dólar mostró una apreciación cercana al 2%, al compararse con las monedas de América Latina, y de alrededor del 6% en relación con las principales divisas. Esto último se explica por la incertidumbre derivada de los problemas fiscales en algunos países europeos, que ha provocado que los ahorrantes busquen resguardo en el dólar.

¹⁶Estimaciones del FMI publicadas en el GFSR de abril 2010, indican que para el período 2007-2010 el registro de estimaciones ascenderá a \$2,3 billones, de los cuales faltará por registrar una tercera parte durante el 2010.

¹⁷Información con base en el índice JP Morgan Latin American Currency Index (LACI). Este índice pondera las variaciones con respecto al dólar de las monedas de América Latina que más se negocian: el peso de Argentina, Colombia, Chile y México, el real de Brasil y el sol peruano.

Gráfico 13. Índices de los mercados cambiarios internacionales



Nota: Un aumento (caída) en el índice LACI implica apreciación (depreciación) de las monedas de América Latina con respecto al dólar de los Estados Unidos. Por su parte, un aumento (caída) en el Major Currencies Dollar Index implica una apreciación (depreciación) del dólar respecto a las principales divisas.

Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos y Bloomberg.

1.1.3 Inflación Internacional

Los precios de las materias primas a nivel internacional experimentaron un repunte durante el primer cuatrimestre del año, como resultado principalmente de la expectativa de crecimiento de la economía mundial.

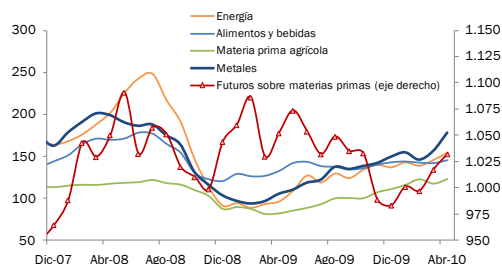
El dinamismo mostrado por algunas economías asiáticas incidió en el aumento en el precio de los metales, continuando con la tendencia observada desde inicios del 2009. Así por ejemplo, en los primeros cuatro meses del 2010, los precios del níquel, aluminio y el cobre aumentaron un 52%, 6,1% y 10,8% respectivamente. Particularmente para el aluminio y el cobre, también existieron factores de oferta que limitaron la producción y reforzaron el incremento en los precios (cierre de minas y desastres naturales).

En el caso de los hidrocarburos, la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de no modificar la producción de petróleo, pese a la expectativa de aumento en la demanda hacia finales del año, complementado con las presiones políticas en Nigeria, Irán e Iraq, incidió en el aumento en el precio por encima de los EUA\$85 a finales

de abril de este año¹⁸. No obstante, este comportamiento se revirtió a partir de mayo, en virtud de las dudas relacionadas con la recuperación de la economía mundial, producto de la adopción de planes de austeridad en algunos países de Europa.

A manera de excepción, los precios de los alimentos presentaron cierta estabilidad explicada por la acumulación de reservas de arroz, maíz y trigo, como resultado de cosechas favorables en el pasado reciente y la expansión de la superficie destinada a productos agrícolas esenciales.

Gráfico 14. Índices de precios de materias primas



Nota: Los futuros sobre materias primas se miden con base en el índice UBS Bloomberg CMCI (Constant Maturity Commodity Index), elaborado conjuntamente por el banco suizo UBS y Bloomberg.

Fuente: Bloomberg y FMI.

Las estimaciones del FMI y del Banco Mundial indican que el precio de las materias primas se incrementará moderadamente, pero en forma sostenida en los próximos dos años (especialmente los metales y energéticos), conforme se consolide el dinamismo de las economías en desarrollo y la recuperación de las economías desarrolladas promueva una mayor demanda. Este escenario se refleja con claridad en el aumento en las cotizaciones de los contratos a futuro de las materias primas desde diciembre del 2009.

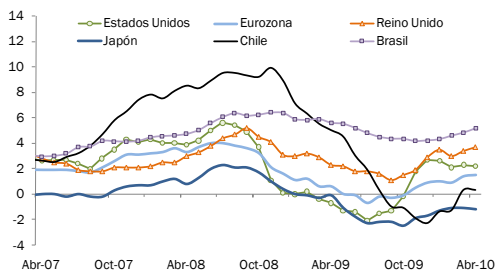
¹⁸Datos de la Agencia Internacional de Energía (IEA por sus siglas en inglés), indican que la OPEP produjo en abril un promedio de 29 millones de barriles diarios (mbd). El resto de países productores generaron 52,4 mbd. La estimación de demanda de petróleo para el 2010 es de 86,4 mbd en promedio (1,6 mbd más que en el 2009).

Como resultado de lo anterior y de las presiones de demanda generadas en algunas economías emergentes, la inflación internacional ha tendido al alza en los últimos cuatro meses.

Así por ejemplo, en Estados Unidos la inflación interanual ha sido positiva desde noviembre del 2009 y ascendió a 2,2% en abril del 2010, pese a la caída en el precio de los servicios básicos. Por su parte, en el Reino Unido la variación interanual de precios superó la meta de inflación del 3% durante los primeros cuatro meses del 2010.

Caso contrario sucede en la Eurozona, donde la inflación ha permanecido controlada y se espera se mantenga baja en el mediano plazo¹⁹.

Gráfico 15. Variación interanual de precios en países seleccionados



Fuente: Bloomberg y Bancos Centrales.

En Japón, el proceso deflacionario se ha moderado y se espera que la deflación se mantenga en un rango de 0,5% y 0,2% en los próximos dos años.

Finalmente, en América Latina, la inflación también ha tendido a incrementarse en lo que va del 2010 en gran medida por presiones de demanda a nivel interno, comportamiento que podría activar ajustes en las tasas de interés para los próximos meses.

¹⁹Según el documento "Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro", marzo 2010, la inflación en la Eurozona para el 2010 estaría en un rango de entre 0,8% y 1,6%.

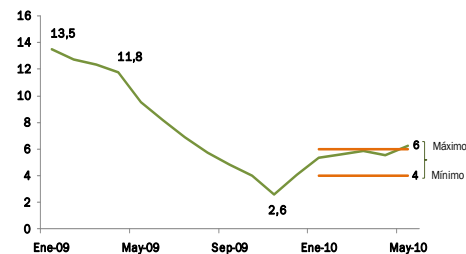
1.2 Evolución reciente de la inflación interna

En los primeros cinco meses del 2010 la inflación se aceleró en comparación con el dato observado al término del 2009, pero registró una reducción importante en relación con igual periodo del año 2009. Además, es importante acotar que dicha aceleración se concentró, particularmente, en los meses de enero y febrero, situación relacionada con elementos difíciles de controlar mediante la política monetaria, entre estos: estacionalidad en los precios, inflación importada, inercia inflacionaria y expectativas inflacionarias. Ello a pesar de que el comportamiento de la demanda, de los agregados monetarios, del crédito al sector privado y del tipo de cambio no han contribuido al aumento de las presiones inflacionarias.

Durante los primeros cinco meses del 2010 la inflación general, aproximada por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), continuó con la trayectoria ascendente que comenzó a exhibir a partir de diciembre del 2009, cuando se rompió la tendencia desacelerada que mostró por espacio de doce meses. Sin embargo, a pesar de dicha aceleración, en promedio, la inflación se mantuvo dentro del rango meta.

Gráfico 16. Inflación y objetivo de inflación al término del 2010

-variación porcentual interanual-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En mayo, la inflación interanual se ubicó en 6,2%, cifra ligeramente desviada del límite superior del rango meta (entre 4% y 6%) planteado en el Programa Macroeconómico 2010-11 para diciembre del 2010. Esta tasa, aunque superior en 2,2 puntos porcentuales (p.p.) a la inflación acumulada a diciembre del 2009, fue inferior en 3,2 p.p. al dato

correspondiente a mayo del 2009. En general, la inflación promedio en los primeros cinco meses del año se ubicó 6,3 p.p. por debajo de lo registrado en igual lapso del 2009 (12,0%).

Es importante acotar que la evolución de la inflación a lo largo del lapso enero-mayo del 2010 se comportó de manera asimétrica entre los meses. De la inflación acumulada a mayo (3,2%), un 73% se concentró en los dos primeros meses del año; en particular, enero concentró un 51%. Este hecho se asocia, entre otros factores, a los ajustes en precios del componente regulado del IPC y de los servicios de educación, como se comentará más adelante.

Por su parte, la coyuntura en marzo, abril y mayo señala una reducción importante de la presión al alza sobre el nivel general de precios. En efecto, la variación trimestral anualizada del IPC a mayo fue de 3,3%²⁰, cifra inferior a la inflación anual observada al término del 2009.

La aceleración del ritmo inflacionario a partir de diciembre del año anterior se presentó en un contexto de ausencia de presiones de demanda y de un comportamiento de los agregados monetarios, del crédito al sector privado y del tipo de cambio que no contribuyó al aumento de las presiones inflacionarias.

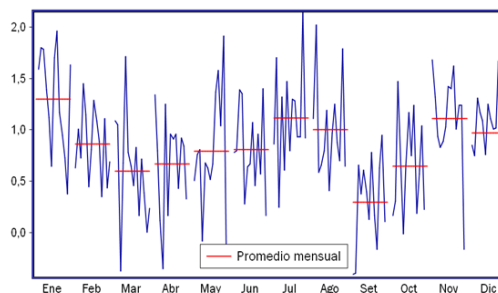
Dado lo anterior, el resultado inflacionario en lo que va del año respondió, en mayor medida, al impacto de factores fuera del control del Banco Central, como la estacionalidad, la inflación importada, la inercia inflacionaria y las expectativas de inflación.

El análisis de la estacionalidad de la inflación (realizado con las variaciones mensuales del IPC para el lapso febrero 1997-mayo 2010), muestra que enero y julio son los meses con la mayor variación promedio del IPC (1,30% y 1,12%, respectivamente), situación que está

²⁰La variación trimestral anualizada del IPC en enero, febrero, marzo y abril del 2010 fue 10,4%, 14,2%, 10,7%, y 4% respectivamente.

influida en parte por los incrementos de ley que entran a regir en estos meses en el salario mínimo del sector privado.

Gráfico 17. Estacionalidad del IPC-febrero 1997- mayo 2010
-en porcentajes-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En forma consistente con lo anterior, en enero se produjo la mayor variación mensual del IPC (1,63%) en lo que va del 2010. A la regularidad histórica que caracteriza a dicho mes como el de mayor inflación del año, se sumó el impacto del alza en bienes y servicios regulados aprobados por la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos (ARESEP) a finales de diciembre del 2009, entre ellos taxi, agua y combustibles, cuyo impacto sobre la inflación se manifestó en mayor medida en enero.

Por otra parte, el impacto de la inflación importada sobre los precios internos obedeció, principalmente, al alza del precio del petróleo (28% en promedio durante el primer cuatrimestre del 2010, respecto al precio medio registrado en el 2009), toda vez que los precios de los granos básicos (maíz, trigo, arroz y soya) en el mercado internacional han tendido a reducirse en los primeros cuatro meses del presente año, con respecto al 2009²¹. Debido a ello, los insumos

²¹Dichos precios ya se habían reducido significativamente en el 2009; así, el precio promedio del maíz, trigo, arroz y harina de soya cayó en 25%, 31%, 15% y 2% con respecto al 2008. En ese mismo orden, el precio promedio del primer cuatrimestre del año de estos productos mostró una variación de -3%, -13%, -5% y -14% respectivamente con respecto al precio promedio del 2009.

importados para la elaboración de alimentos procesados han venido ejerciendo menos presión sobre el nivel de precios interno²².

Lo anterior se reflejó en el subíndice de bienes y servicios transables del IPC, el cual acumuló a mayo una variación del 0,8%, pero al excluir los combustibles mostró una variación acumulada nula.

Como se observa en el cuadro 2, a pesar del aumento en el precio de los combustibles, el aporte del componente transable a la variación acumulada del IPC fue muy bajo; sin embargo, como se comenta más adelante, este precio tiene un impacto importante en el componente no transable, especialmente en el rubro de transporte.

Cuadro 2. IPC: transables y no transables

	A mayo del 2010		
	Variación acumulada	Aporte en p.p. a la variación acumulada	Ponderación % en la canasta dic 09
IPC total	3,2	3,2	100,0
Transables	0,8	0,3	36,4
No transables	4,5	2,9	63,6

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La apreciación de la moneda local (10,3% en el primer cuatrimestre del 2010²³, la cual se redujo a 4,6% a mayo, debido a la depreciación del colón en ese mes), compensó parcialmente el alza del petróleo y en general, restó presión al aumento en el subíndice transable del IPC; dicho componente explicó 0,3 p.p. de la inflación acumulada a mayo.

El incremento del precio del petróleo también contribuyó a los ajustes en la tarifa de los servicios de transporte terrestre (autobús y

²²En mayo del 2010 los alimentos procesados de la canasta del IPC crecieron a una tasa interanual de 4,6% (11,4% en 2009). Particularmente los alimentos procesados del componente transable del IPC, registraron en mayo del 2010 un crecimiento interanual de 2,4% (11,6% en 2009).

²³Considerando el promedio mensual del tipo de cambio compra-venta del dólar estadounidense en diciembre 2009 y abril y mayo del 2010.

taxi), que pasó de una variación de 0,3% al término del 2009 a 12,2% en mayo del 2010, ambas en términos acumulados.

Al desagregar la evolución del IPC por grupos, el de transporte se encuentra entre los que registraron el mayor aporte porcentual a la variación acumulada a mayo, precisamente por el comportamiento descrito de los rubros de combustibles y transporte terrestre.

Cuadro 3. Índice de precios al consumidor (IPC) por grupos

	A mayo del 2010		
	Variación acumulada	Aporte variación acumulada	Ponderación en la canasta dic 09
IPC total	3,2	100,0	100,0
Transporte	5,4	28,1	16,5
Alquiler y servicios de la vivienda	6,7	23,8	11,3
Educación	8,8	17,2	6,2
Resto:			
Alimentos y bebidas no alcohólicas	1,6	10,8	21,7
Comidas y bebidas fuera del hogar	2,9	8,8	9,6
Salud	4,9	7,7	5,0
Artículos para vivienda y servicio doméstico	2,2	6,1	8,6
Bienes y servicios diversos	1,5	2,9	6,1
Bebidas alcohólicas y cigarrillos	1,6	0,4	0,7
Prendas de vestir y calzado	0,3	0,4	4,4
Comunicaciones	-0,7	-0,7	3,3
Entretenimiento y cultura	-2,5	-5,3	6,6

Fuente: Elaboración propia con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

En el aporte porcentual a la variación acumulada del IPC de los primeros cinco meses del año destacaron también los grupos de alquiler y servicios de la vivienda y de educación. Estos dos grupos en conjunto con el de transporte explicaron el 69% de esa variación.

Los servicios de la vivienda que más contribuyeron al resultado de su grupo fueron agua y electricidad (con variaciones acumuladas de 14,8% y 6,6%, en el orden respectivo). Por su parte, en educación el mayor aporte provino de los servicios de educación básica y universitaria, con un crecimiento acumulado de 11,5% y 10%, respectivamente.

Con excepción de la educación formal, los demás servicios y bienes referidos en los párrafos anteriores forman parte del componente regulado de la canasta del IPC, el cual tiene una ponderación de alrededor del 20%. Como se aprecia en el cuadro 4, casi la mitad de la inflación acumulada de enero a mayo se originó en este componente.

Cuadro 4. IPC: Regulados y no regulados aporte porcentual al resultado acumulado

	A mayo del 2010		Ponderación en la canasta dic 09
	Variación acumulada	Aporte variación acumulada	
IPC total	3,2	100,0	100,0
Regulados total	7,2	46,4	20,3
de los cuales:			
Transporte en taxi	25,7	14,3	1,8
Servicio de electricidad	6,6	8,6	4,2
Combustibles para vehículo	5,7	8,6	4,7
Servicio de agua	14,8	6,7	1,4
Pasaje de autobús	4,8	4,9	3,2
No regulados total	2,1	53,6	79,7
de los cuales:			
Educación formal	10,8	14,4	4,2

Fuente: Elaboración propia con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

Los ajustes en las tarifas de los bienes y servicios regulados resultan de modelos de fijación de precios, cuyos parámetros responden mayormente a inflación pasada²⁴, salarios y tipo de cambio; con excepción de los combustibles, cuyos ajustes están muy correlacionados con la cotización internacional del petróleo.

El uso de este tipo de modelo tarifario, conlleva en parte a una indización del componente regulado del IPC, especialmente en los servicios, lo cual propicia un comportamiento inercial en la fijación de los precios de este componente, situación que también se traslada en parte a los precios de aquellos productos que utilizan bienes y servicios regulados como insumos en su proceso productivo (este tema se discute con más detalle en la sección 1.3.4).

²⁴Estos modelos también consideran otras variables, como las obligaciones financieras de las instituciones relacionadas con las inversiones y el servicio de la deuda.

La existencia de inercia torna difícil la convergencia en el corto plazo de las expectativas inflacionarias hacia la meta de inflación fijada por el BCCR.

En línea con lo anterior, como se indica en la sección 1.3.3, si bien las expectativas inflacionarias se han desacelerado, todavía la encuesta mensual de mayo (7,5%) y la del primer trimestre (6,7%) formuladas por el Banco Central registraron un desvío con respecto al rango meta para el término del 2010.

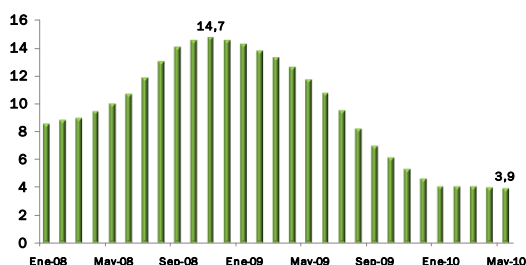
Aunque en la mayoría de economías, la inflación general se aproxima por medio de la variación de un índice de precios al consumidor, se reconoce que este indicador puede estar influido por elementos de carácter estacional o problemas de oferta asociados con situaciones climáticas, entre otros, que limitan su capacidad para aproximar la tendencia de largo plazo de la inflación. Por tal razón, esa tendencia suele estimarse mediante indicadores de “núcleo inflacionario”, como es el caso del Índice Subyacente de Inflación (ISI) en Costa Rica.

De acuerdo con el Índice Subyacente de Inflación (ISI)²⁵, la inflación de mediano y largo plazo ha tendido a estabilizarse desde enero del 2010 en torno al 4% en tasa interanual, lo que contrasta con la evolución observada desde diciembre del 2009 de la inflación general, medida por la variación del IPC.

El componente subyacente del IPC, aproximado por el ISI, contribuyó con un 31% (1 p.p.) a la variación acumulada de la inflación general a mayo del 2010, con un mayor aporte relativo de los servicios (principalmente comidas fuera del hogar y médicos).

²⁵El ISI excluye los precios de los productos más afectados por estacionalidad, por factores irregulares de naturaleza climática, los fijados por la Autoridad Reguladora de Servicios Públicos (energía eléctrica, agua, teléfono, gas, combustibles y taxi, entre otros) y los ajustados una o dos veces al año (universidades, colegios y escuelas). En total, excluye un 30,7% del peso del IPC.

Gráfico 18. Inflación subyacente (ISI)
-variación del promedio móvil de tres meses de la tasa interanual-



1.3 Determinantes de la inflación

1.3.1 Demanda agregada

La actividad económica continuó recuperándose en el primer trimestre del 2010, impulsada principalmente por la mejora en la demanda externa. Dicha recuperación ha empezado a manifestarse en otros indicadores, como el empleo, que normalmente se ajusta en forma rezagada con respecto a los cambios en la producción. No obstante, el mayor dinamismo de la actividad económica no ha generado aún presiones inflacionarias, toda vez que el producto se encuentra por debajo de su nivel potencial.

El proceso de recuperación de la actividad económica, iniciado en el segundo trimestre del 2009, se acentuó en los últimos meses de ese año e inicios del 2010 y se estima que en lo que resta del presente año la economía continuará creciendo, aunque a un ritmo más moderado que en el primer trimestre²⁷ de este año.

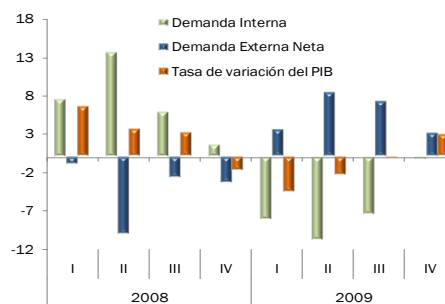
La evidencia disponible indica que el impacto de la crisis internacional sobre el nivel de actividad económica local inició desde el 2008 y continuó en el siguiente año.

En un estudio en proceso sobre ciclos económicos en Costa Rica, Chaverri²⁸ identificó cinco ciclos entre 1990 y el 2010, de los cuales cuatro ya se completaron y uno está en su fase inicial. El último ciclo completo (abril 2005-febrero 2009) inició su fase descendente en marzo del 2008, en plena crisis internacional. A partir de marzo del 2009 comenzó un nuevo ciclo, en el cual se encuentra Costa Rica actualmente (ver Recuadro 1).

²⁷Esta estimación es consistente con un ambiente más optimista por parte de los empresarios nacionales, tal como lo reflejan los resultados de la Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas realizada por el BCCR, correspondiente al segundo trimestre del 2010. En dicha encuesta, el 59,4% de los entrevistados consideró que la coyuntura es buena para efectuar inversiones y el 75% manifestó que en los próximos 6 meses el entorno económico mejorará. En contraste, un año atrás ambas consultas mostraron un valor nulo.

²⁸Cronología de los ciclos económicos en Costa Rica 1976-2010, documento en proceso, Departamento de Estadística Macroeconómica, Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 19. Aporte de la demanda interna y externa neta a la variación del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La desaceleración del PIB a partir de marzo del 2008 fue inducida, en primera instancia, por la reducción en la demanda externa, determinada en buena medida por la crisis económica internacional, toda vez que la demanda interna mantuvo aportes positivos al PIB, aunque decrecientes, hasta el último trimestre de ese año. Sin embargo, a partir del primer trimestre del 2009, este comportamiento fue reforzado por la contracción de la demanda interna.

La recuperación de la actividad económica en meses recientes quedó manifiesta en la evolución de la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), indicador que mantuvo un comportamiento creciente en el primer trimestre del 2010 (la variación media anual fue de 6,1%).

Recuadro 1. Cronología de los ciclos económicos en Costa Rica: 1990-2010

La cronología del ciclo económico de un país consiste en el conjunto de fechas correspondientes a los puntos máximos y mínimos de la actividad económica.

Burns y Mitchell (1946)²⁹ definen el ciclo económico como “una expansión que se presenta alrededor del mismo momento en el tiempo en muchas actividades económicas, seguidas por movimientos recesivos similares y recuperaciones que se extienden hasta el final de la expansión del siguiente ciclo”.

Los ciclos presentan dos fases, una ascendente y otra descendente, cuyo inicio se define en términos de los puntos máximos y mínimos (puntos de giro) que se registran en la serie representativa de la actividad económica.

Un punto de giro máximo (último mes o trimestre de un episodio expansivo) marca el inicio de una fase descendente, mientras que un punto de giro mínimo (último mes o trimestre de un episodio contractivo) indica el comienzo de una fase ascendente.

Un ciclo completo está determinado por dos puntos de giro consecutivos del mismo tipo (dos máximos o dos mínimos), entre los cuales se presenta un punto de giro de distinto tipo. La duración del ciclo se define como el número de períodos existentes entre la observación en que se encuentra el punto de giro analizado y la correspondiente al punto de giro del mismo signo inmediatamente precedente, excluyendo el primer punto de giro e incluyendo el último.

La importancia del estudio del ciclo económico está justificada en las siguientes razones: i) informa sobre los movimientos en la tasa de crecimiento de la economía, lo que es relevante para la toma de decisiones de política económica orientadas ya sea a mantener la etapa ascendente o para aplicar políticas anticíclicas; ii) permite analizar la relación entre los ciclos de diferentes países, así como los canales por medio de los cuales se transmiten los choques de un país a otro; iii) desde la perspectiva neo-keynesiana, permite identificar la brecha del producto, concepto importante en la explicación del fenómeno inflacionario.

²⁹ Adaptado de Muñoz y Tenorio (2008) “Cronología de los ciclos económicos en Costa Rica, 1976-2008. (Versión preliminar para discusión interna) y Burns, A. F. y Mitchell, W. C. (1946): Measuring Business Cycles, NBER, Columbia University Press.

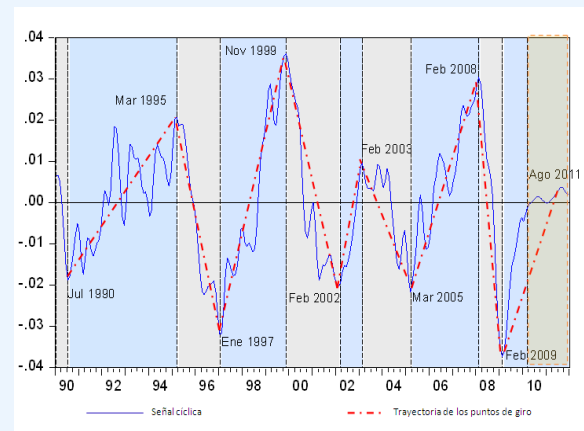
Evidencia empírica para Costa Rica³⁰

La construcción del ciclo económico para Costa Rica, para el periodo comprendido entre enero de 1990 y marzo del 2010, utilizó como variable de referencia la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)³¹. A esta serie se le aplicó el Filtro de Hodrick y Prescott para extraerle el componente de tendencia y, por diferencia, se identificó el componente cíclico.

La periodicidad mensual de la variable de referencia garantiza obtener un fechado más exacto de los puntos de giro que denotan los inicios de las fases ascendentes o descendentes en el ciclo de dicha variable.

En el período en estudio se identificaron nueve puntos de giro asociados a cuatro ciclos completos y el inicio de un quinto ciclo.

Gráfico 1 : Ciclo económico de Costa Rica según la tendencia ciclo del IMAE³²



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³⁰ Chaverri, Carlos. (2010). Cronología de los ciclos económicos en Costa Rica periodo 1976-2010. Documento de investigación en proceso, Departamento de Estadística Macroeconómica, Banco Central de Costa Rica.

³¹ El IMAE es un índice de cantidad tipo Laspeyres, que mide la evolución de la actividad económica aproximando el comportamiento mensual del valor agregado de las industrias incluidas en el cálculo del producto interno bruto (PIB).

³² Las zonas celestes denotan las fases ascendentes y las grises descendentes. Sobre la base de cifras observadas a marzo 2010

Las fases ascendentes tienen una duración promedio de 34,3 meses, mientras las descendentes de 21,5 meses.

Cuadro 1 Costa Rica: cronología del ciclo económico según tendencia ciclo del IMAE, 1990-2010

Ciclos			Duración de los ciclos y las fase en meses ^{1/}			
Min	Max	Min	Min-Max	Max-Min	Max-Max	Min-Min
Ago-90	Mar-95	Ene-97	56	22	nd	78.0
Feb-97	Nov-99	Feb-02	34	27	57	61.0
Mar-02	Feb-03	Mar-05	12	25	37	37.0
Abr-05	Feb-08	Feb-09	35	12	47	47.0
Mar-09			nd	nd	nd	nd
Promedio			34.3	21.5	47.0	55.8

^{1/}Mínimo a máximo (Min-Max), máximo a mínimo(Max-Min), ciclo (Min-Min)

nd : no disponible

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La evidencia parece sugerir que la duración de los ciclos ha venido disminuyendo, lo cual es congruente con los resultados recopilados por diversos autores³³ para países desarrollados. Estos autores observan una disminución en la duración de los ciclos y una mayor rapidez y profundidad en los periodos de auge y de crisis.

Esto se pone de manifiesto en el caso de Costa Rica, al analizar el cuarto ciclo comprendido entre marzo 2005 y febrero 2009. La etapa descendente de este ciclo es más corta e intensa; además, las tasas de variación mensual (T (1,1)) de la tendencia ciclo del IMAE (de mínimo a mínimo) registran una mayor volatilidad³⁴, en comparación con los ciclos previos.

Cuadro 2: Volatilidad de las tasas T (1,1) en las fases del ciclo económico de Costa Rica 1990-2010

Ciclos			Volatilidad		
Min	Max	Min	Min-Max	Max-Min	Min-Min
Ago-90	Mar-95	Ene-97	0.42	0.26	0.45
Feb-97	Nov-99	Feb-02	0.37	0.37	0.51
Mar-02	Feb-03	Mar-05	0.19	0.32	0.30
Abr-05	Feb-08	Feb-09	0.36	0.40	0.55
Mar-09			nd	nd	nd
Promedio			0.33	0.34	0.45

^{1/}Mínimo a máximo (Min-Max), máximo a mínimo(Max-Min), ciclo (Min-Min)

nd : no disponible

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Existen varios factores que han determinado la evolución del ciclo económico, de origen tanto interno como externo. Particularmente, en el último ciclo completo identificado la fase ascendente (abril 2005-febrero 2008) estuvo influida, a nivel externo, por el exceso de liquidez en el mercado internacional, mientras que a nivel interno, afectó la baja en las tasas de interés, el aumento del ingreso nacional disponible y de los salarios reales. La combinación de estos elementos dio lugar a un vigoroso crecimiento de la demanda externa, la entrada de inversión extranjera directa (focalizada principalmente en el sector inmobiliario) y un comportamiento dinámico del gasto de consumo final de los hogares y de la formación bruta de capital fijo, cuyas tasas medias de crecimiento (6,15% y 13,50% respectivamente)³⁵ fueron superiores a las que se han registrado históricamente. Durante esta fase el IMAE serie tendencia ciclo creció a una tasa media interanual del 7,83%³⁶.

La fase descendente (febrero 2008-febrero 2009) coincidió con la crisis económica internacional, la cual se reflejó inicialmente en una fuerte contracción de la demanda externa que fue complementada posteriormente por la desaceleración y caída de la demanda interna. Durante esta fase el IMAE serie tendencia ciclo registró una tasa de variación trimestral (T (1,4)) de 0,05%³⁷.

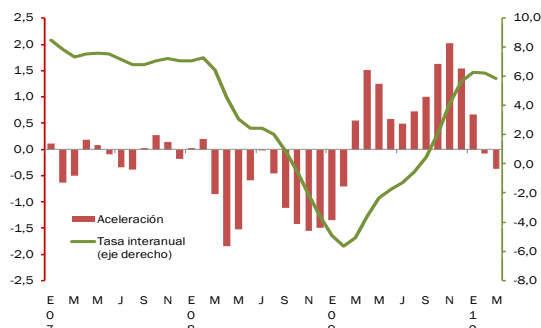
³³ Por ejemplo: David K. Backus & Patrick J. Kehoe, 1992. "International Evidence on the Historical Properties of Business Cycles," Working Papers 92-5, New York University, Leonard N. Stern School of Business, Department of Economics.; Céspedes L. y J De Gregorio J.(2005) "Recuperaciones Cíclicas: Evidencia Internacional" Banco Central de Chile.

³⁴ Medida como la desviación estándar de las tasas T(1-1) de cada fase.

³⁵En el período 1992-2009 el gasto de consumo final de los hogares, la formación bruta de capital fijo, el producto interno bruto y la demanda externa registraron tasas medias de variación trimestrales en el orden del 4,41%, 6,75%,4,97% y 8,06% respectivamente.

³⁶La tasa media de crecimiento del PIB real fue de 8,05% en este periodo.

³⁷ La tasa trimestral media (T(1,4)) de crecimiento del PIB real en este periodo fue 0,11%

Gráfico 20. IMAE: variación interanual y aceleración¹
 -en porcentajes, 1991=100-


¹Diferencia absoluta entre la tasa de variación interanual de la tendencia ciclo del mes actual y la del mes anterior.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Así como la demanda externa aportó en buena medida a la desaceleración y contracción del PIB observada entre el 2008 y el 2009, esta misma variable ha liderado la recuperación del producto desde el último trimestre del 2009. Esto como consecuencia del mejor desempeño observado a partir del tercer trimestre del 2009 en las economías desarrolladas, tal como se mencionó en la sección 1.1 de este informe.

Adicionalmente, contribuyó a este resultado la paulatina recuperación de la demanda interna y la mejora en los términos de intercambio³⁸.

Estimaciones preliminares del PIB real por componentes del gasto para el cuarto trimestre del 2009³⁹ muestran una variación interanual nula de la demanda externa y de -0,3% para la demanda interna, lo cual significó una mejora en comparación con los tres trimestres previos.

³⁸En el 2009, el país experimentó una mejora en los términos de intercambio, en comparación con el año previo (la razón del precio de las exportaciones respecto al de las importaciones pasó de 82,8% a 87,6% entre el segundo trimestre del 2008 y el cuarto trimestre del 2009). Sin embargo, esta "ganancia" se ha venido reduciendo desde mediados del 2009, debido al repunte en el precio internacional del petróleo. Para el presente año, el Programa Macroeconómico prevé un deterioro en este indicador de aproximadamente 2,6%.

³⁹A la fecha (abril del 2010) no se dispone de las estimaciones del PIB, por componentes del gasto, para el primer trimestre del 2010.

Cuadro 6. Demanda global real
 -tasas de variación interanuales-

	Trimestre				
	IV-2008	I-2009	II-2009	III-2009	IV-2009
Demanda global	-2,2	-10,0	-9,2	-6,8	-0,2
Demanda interna	1,7	-8,4	-10,6	-7,6	-0,3
Consumo Total	2,8	2,3	2,1	2,0	2,2
Consumo Privado	2,5	1,7	1,5	1,4	1,9
Consumo Gobierno	5,7	7,1	6,7	6,2	5,6
Formación Bruta Capital Fijo	-0,5	-13,2	-10,0	-13,0	-12,1
Demanda externa	-9,4	-12,8	-6,8	-5,4	0,0

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La mejora de la demanda interna respondió principalmente, a la evolución del gasto del consumo final de los hogares y del Gobierno Central.

El gasto de los hogares se aceleró en el último trimestre del 2009 (1,4%, que se compara con una tasa media de 0,9% para el resto del año), situación que se estima está relacionada con el aumento en los salarios reales⁴⁰, el comportamiento positivo del ingreso disponible y la mayor confianza en el desempeño futuro de la economía.

Según el Índice Trimestral de Confianza del Consumidor, elaborado por la Universidad de Costa Rica, con datos a mayo del 2010, la confianza de los consumidores se ha fortalecido en meses recientes hasta acercarse a niveles similares a los observados en el 2007⁴¹, cuando el país se encontraba en la parte ascendente del ciclo económico.

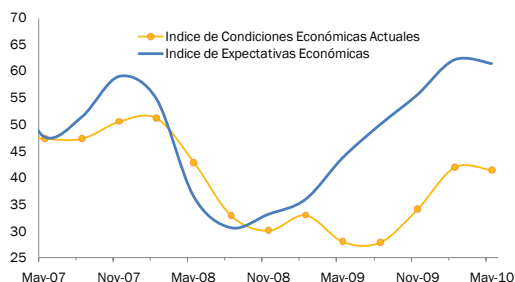
El aumento en la confianza se deriva principalmente de una mejor expectativa⁴², aunque también ha mejorado la percepción sobre las condiciones actuales.

⁴⁰La variación acumulada del índice de salarios mínimos reales fue de 5,4% en el 2009 y de -0,6% en el año previo.

⁴¹No obstante, en mayo dicho índice mostró una leve disminución con respecto al resultado de la encuesta de febrero.

⁴²El porcentaje de personas que espera que su ingreso aumente y sea superior a la inflación ha aumentado en las últimas dos encuestas.

Gráfico 21. Índice de condiciones económicas (ICEA) actuales y de expectativas económicas (IEE)



Fuente: Elaboración propia con base en información de la Universidad de Costa Rica.

Por su parte, el aumento del gasto del Gobierno Central se originó en la política expansiva aplicada en el 2009 para aminorar los efectos de la crisis⁴³, la cual no ha sido revertida hasta el momento⁴⁴.

Adicionalmente, contribuyó a la recuperación de la demanda interna el comportamiento de la variación de existencias, que generó en el último trimestre del 2009 un aporte positivo a la variación del PIB (0,9%), mientras que en los tres trimestres previos su aporte había sido negativo (-7,3% en promedio).

Cabe indicar que en el 2009 las empresas hicieron un uso intensivo de los inventarios para atender la demanda, lo cual coadyuvó a la significativa reducción de las importaciones en ese año. No obstante, es de esperar que en el primer cuatrimestre del 2010 haya habido una restitución de inventarios, dada la recuperación de la actividad económica, lo cual explicaría en parte el mayor dinamismo de las importaciones en este período (a marzo, dicha variable creció 16,3% en cantidad).

⁴³ En la Memoria Anual del Banco Central del 2009, publicada en el sitio web de esta Institución, se presenta con detalle la política y la situación fiscal del Gobierno Central en el 2009.

⁴⁴ En el primer cuatrimestre del 2010, el gasto gubernamental creció un 26,9% (21,4% en igual lapso del año previo), lo cual llevó a un aumento de 0,83 p.p. del PIB en su déficit con respecto al primer cuatrimestre del 2009.

La mayoría de las industrias que integran el IMAE tuvieron un desempeño positivo en los tres primeros meses del año, pero en particular sobresalieron la manufactura, agricultura, comercio y la actividad de transporte, almacenaje y comunicaciones.

El comportamiento de la industria manufacturera estuvo determinado, en gran parte, por el aporte de las empresas del régimen de zona franca, cuya producción creció un 19%. En menor medida contribuyeron las empresas del régimen regular, aunque crecieron a un ritmo relativamente alto (6,6%).

Por su parte, la agricultura mostró una considerable mejora en el primer trimestre del 2010, ya que registró una variación positiva que puso fin a las caídas sostenidas registradas desde marzo del 2008. Esto debido a la existencia de condiciones climáticas que favorecieron ciertos cultivos (piña, melón y banano), la recuperación de áreas de producción y la diversificación de mercados (en el caso de la piña).

Caso similar ocurrió con el comercio, que después de caer persistentemente en el 2009, se reactivó en el primer trimestre del 2010, reflejando el mayor nivel de actividad económica.

Las únicas actividades que continuaron presentando variaciones negativas fueron la construcción y minas y canteras⁴⁵, pero en el caso de la primera industria hay indicios positivos, pues las caídas han sido menores a las registradas en el segundo semestre del año pasado, pese a la desaceleración de la construcción pública⁴⁶.

La mejora en la actividad económica ha empezado a reflejarse en otros indicadores, tales como el empleo y el consumo de

⁴⁵No obstante, el peso relativo de esta última actividad es poco significativo.

⁴⁶La construcción pública inició el año con una tendencia desacelerada como consecuencia de la finalización de algunos proyectos de inversión así como por la disminución del presupuesto para construcción en el 2010.

electricidad, gasolina y diesel, importantes insumos en el proceso productivo.

Cuadro 7. IMAE por industria: variación media e interanual
 -cifras a marzo-

	2009		2010	
	Interanual	Media ¹	Interanual	Media ¹
Agricultura	-3,6	-3,9	3,3	3,3
Manufactura	-13,5	-14,8	8,8	11,2
Minas y canteras	-17,1	-17,0	-6,7	-7,0
Electricidad y agua	-2,0	-1,4	5,2	4,4
Construcción	-4,8	-2,8	-4,6	-4,4
Comercio	-5,2	-4,9	1,6	1,2
Hoteles	-16,7	-13,4	4,1	2,1
Transporte, almacenaje y comunicaciones	1,9	3,1	6,3	5,8
Servicios financieros y seguros	4,2	4,6	2,0	1,3
Otros servicios prestados a empresas	8,2	8,7	6,3	6,2
SFMI ²	5,5	6,0	1,5	2,6
Resto de industrias ³	2,9	3,0	3,0	3,0
Total IMAE	-5,1	-5,2	5,9	6,1

¹Variación del nivel medio del período que termina en el mes, respecto al nivel medio del mismo período del año anterior.

²Servicios financieros medidos indirectamente.

³Incluye restaurantes, actividades inmobiliarias, servicios de administración pública, servicios comunales, sociales y personales.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La cantidad de trabajadores registrados por la Caja Costarricense de Seguro Social siguió una trayectoria al alza en el primer trimestre del año (con crecimientos interanuales de 1,4%; 1,9% y 3,0% entre enero y marzo, que implicó cerca de 26.000 nuevas plazas), aunque el empleo contratado por el sector privado apenas dio indicios de reactivación en marzo (en los dos primeros meses tuvo variaciones interanuales negativas y en marzo creció 1,3%).

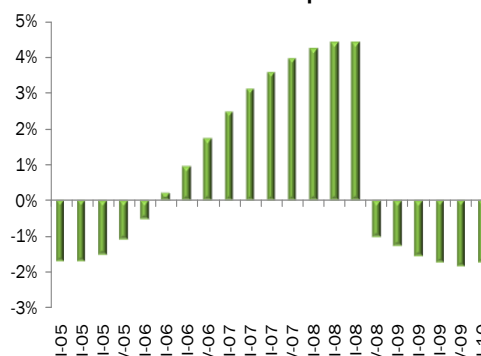
Asimismo, los indicadores de consumo de gasolina y diesel y la demanda de energía eléctrica de la industria manufacturera registraron variaciones interanuales de 8,0%, 8,4% y 8,3% respectivamente, en el trimestre que termina en marzo de 2010.

Pese a la mejora comentada en la demanda global, ésta no ha constituido una fuente de

presión inflacionaria hasta el momento, pues se estima que la producción aún continúa en un nivel inferior a su potencial (es decir, la brecha del producto es negativa).

La brecha del producto es la diferencia entre el producto (PIB) efectivo y el potencial. Este último concepto se refiere al nivel máximo de producto que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, entendiendo pleno empleo como el nivel de utilización de recursos que no genera presiones inflacionarias⁴⁷.

Gráfico 22. Brecha del producto¹



¹Estimación del Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT), abril 2010.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

1.3.2 Liquidez, tasas de interés y tipo de cambio

En el primer cuatrimestre del 2010, el comportamiento del mercado monetario, del crédito al sector privado, de las tasas de interés y del tipo de cambio no generó presiones inflacionarias.

Los agregados monetarios restringidos (emisión, medio circulante y medio circulante amplio⁴⁸) crecieron en el primer cuatrimestre del 2010 a tasas interanuales superiores, en promedio, a las observadas en igual lapso del

⁴⁷Ver "Estimación del Producto Potencial para Costa Rica: período 1991-2006". DIE-02-2007, en <http://www.bccr.fi.cr/ndie/produccion.htm>.

⁴⁸El M1 amplio comprende medio circulante más depósitos en cuenta corriente en dólares, así como las cuentas de ahorro a la vista, cheques de gerencia, cheques certificados y ahorro de plazo vencidos en colones y en dólares.

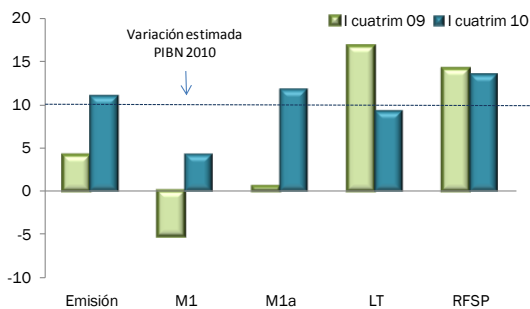
año anterior. No obstante, estas tasas se ubicaron en torno al crecimiento nominal estimado para el PIB.

El mayor dinamismo de los agregados restringidos fue propiciado por la reactivación de la actividad económica, que aumentó la demanda de dinero con fines transaccionales, así como por la disminución en el rendimiento real de los instrumentos financieros (la tasa básica real promedio pasó de 0,29% en el primer cuatrimestre del 2009 a -0,02% al cierre del mismo período del 2010), que redujo el costo de oportunidad de mantener saldos monetarios.

En contraste, los agregados monetarios amplios (liquidez total y riqueza financiera del sector privado) crecieron a tasas medias inferiores a las observadas en el primer cuatrimestre del año anterior y, en el caso de la liquidez total, levemente por debajo de la tasa de crecimiento nominal del PIB estimada para el presente año.

La evolución de la liquidez total en este lapso estuvo determinada en buena medida por la decisión de los ahorrantes de mantener una mayor proporción de su ahorro financiero en bonos emitidos por el Gobierno y el Banco Central (denominados tanto en colones como en dólares), en detrimento de los depósitos bancarios en moneda nacional.

Gráfico 23. Agregados monetarios restringidos, liquidez total y riqueza financiera del sector privado
-variación media anual sin efecto cambiario-

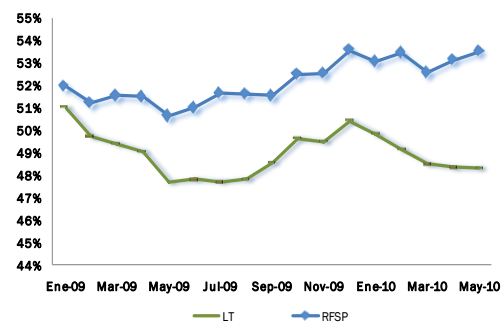


Fuente: Banco Central de Costa Rica

Dado que los bonos no forman parte de la liquidez (pero sí de la riqueza financiera), este movimiento afectó no solo la composición por moneda de dicho agregado, sino también su tasa de crecimiento, la cual fue mucho menor que la de la riqueza financiera del sector privado.

La mayor preferencia que mostraron los agentes económicos por mantener su riqueza financiera en activos denominados en moneda nacional, se evidenció también en el comportamiento de la riqueza financiera del sector privado. En promedio, la participación de este componente dentro de dicho agregado aumentó 2,8 p.p en el primer cuatrimestre del 2010, en comparación con igual lapso del año previo, situación que se mantiene aún eliminando el efecto cambiario, aunque la diferencia es menor (1,5 p.p). Sin efecto cambiario la variación de la riqueza financiera del sector privado y la liquidez total en el primer cuatrimestre del 2010 fue de 13,2% y 9,2% respectivamente (14,5% y 15,8% en igual período del 2009)⁴⁹.

Gráfico 24. Liquidez total y riqueza financiera del sector privado, sin efecto cambiario
-participación relativa de la moneda nacional-



Fuente: Banco Central de Costa Rica

⁴⁹Estas tasas de variación están afectadas en parte por el traslado efectuado a finales del 2008 de saldos de cuentas activas y pasivas de los bancos extraterritoriales (off-shore) hacia la banca comercial doméstica perteneciente al grupo respectivo, pues ello hizo que las tasas medias de variación del primer cuatrimestre del 2009 resultaran mayores de lo habitual, afectando la base de comparación.

Entre diciembre del 2009 y abril del 2010, los depósitos bancarios en moneda nacional redujeron su participación dentro de la riqueza financiera en alrededor de 1,7 p.p., mientras que los bonos del BCCR y del Gobierno, sin efecto cambiario, aumentaron conjuntamente su participación en 2 p.p.

Lo anterior reflejó la activa participación que mantuvo el Gobierno Central en el mercado de valores por medio de la colocación de bonos de deuda interna, con el propósito de financiar su mayor déficit y la intensa política de captación aplicada por el Banco Central, con la intención de atender vencimientos de su deuda y avanzar en la estrategia diseñada para mejorar la gestión de la liquidez (ver Capítulo 3).

En el primer trimestre del año en curso, el Banco Central ajustó la curva de rendimiento de sus instrumentos de absorción e incrementó en 50 puntos base la tasa de interés de los Depósitos Electrónicos a Plazo a 270 días o más, lo cual permitió trasladar parte de los recursos altamente líquidos en poder de los intermediarios financieros hacia instrumentos de mayor plazo.

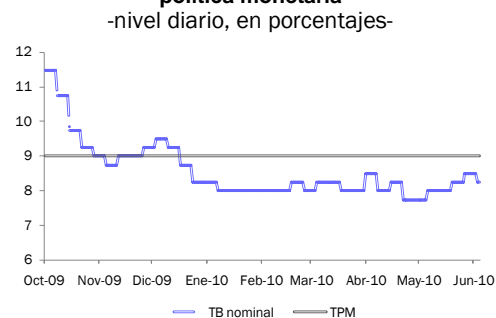
No obstante, en abril vencieron \$182.000 millones de títulos del Banco Central y del Ministerio de Hacienda, de los cuales solo se renovó una parte. Debido a ello, se generó una mayor disponibilidad de recursos líquidos en las entidades bancarias que se reflejó en un aumento del encaje excedente que mantienen dichas entidades en el Banco Central y en una significativa reducción de los montos negociados en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL)⁵⁰. Como consecuencia de este menor requerimiento de liquidez de las entidades financieras, se produjo una disminución de la tasa de interés promedio de ese mercado (de 5,95% a 4,73%).

⁵⁰En este mes se negociaron cerca de \$283.000 millones en el MIL, mientras que el monto promedio negociado en los tres primeros meses del año fue de \$1.051.363 millones.

En mayo la tasa del MIL continuó en niveles relativamente bajos, ubicándose en promedio alrededor de 2,2%.

A diferencia de lo ocurrido con las tasas de los instrumentos de absorción del Banco Central y del MIL, la tasa de política monetaria (TPM) permaneció invariable en 9% en lo que va del 2010. De igual modo, las tasas de interés nominales del Sistema Bancario Nacional (SBN) se mantuvieron relativamente estables hasta inicios de junio de este año, lo cual repercutió en la evolución de la Tasa Básica Pasiva (TBP), que se ubicó entre 7,75% y 8,50%.

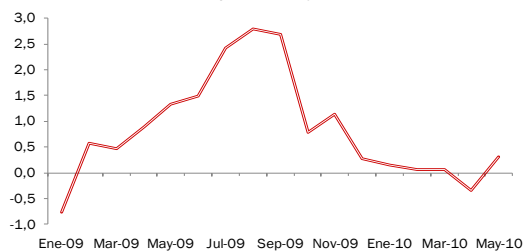
Gráfico 25. Tasa básica nominal bruta y tasa de política monetaria



Fuente: Banco Central de Costa Rica

En virtud de la relativa estabilidad de las tasas de interés nominales, así como del aumento en la inflación y en las expectativas inflacionarias, observado desde finales del 2009, la tasa básica pasiva real esperada tendió a caer, tornándose incluso negativa al cierre de abril del 2010. No obstante, en mayo volvió a incrementarse debido al aumento de la tasa básica pasiva nominal (neta).

Gráfico 26. Tasa básica real esperada a fin de mes¹
 -en porcentajes-



¹El cálculo se realiza utilizando la tasa básica pasiva y la inflación esperada para los próximos 12 meses, obtenida de la encuesta mensual aplicada por el BCCR sobre expectativas de inflación.

$TBR = (TBNN - \pi^e) / (1 + (\pi^e / 100))$, donde:

TBNN= tasa básica nominal neta.

π^e = inflación esperada para los próximos 12 meses.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

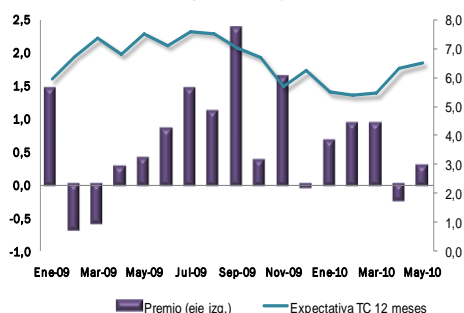
La evolución comentada de las tasas de interés, aunada a las mayores expectativas de variación nominal del tipo de cambio a partir de marzo del presente año, llevaron a una disminución del premio por ahorrar en colones en abril, aunque cifras preliminares a mayo revelan que este indicador volvió a incrementarse en virtud del alza en la tasa básica pasiva nominal (neta) comentada anteriormente.

Pese a que el premio por ahorrar en moneda nacional mostró en promedio una tendencia a disminuir en los cinco primeros meses del año en comparación con el último trimestre del 2009, no es claro que haya habido un cambio en las preferencias de los ahorrantes en favor de instrumentos financieros denominados en moneda extranjera pues, como se indicó antes, a nivel de la riqueza financiera, que es el agregado más amplio, se observó un cambio sustancial en la participación relativa de la moneda nacional en los primeros cinco meses del 2010.

Esta mayor preferencia por la moneda nacional se relaciona con el comportamiento del mercado cambiario, el cual se caracterizó durante los primeros cinco meses del año por una alta disponibilidad de divisas que acentuó la apreciación de la moneda nacional con respecto al dólar estadounidense, observada

desde meses atrás, y propició que el tipo de cambio se ubicara cerca del límite inferior de la banda. No obstante, en mayo e inicios de junio el tipo de cambio ha tendido al alza.

Gráfico 27. Expectativas de variación del tipo de cambio nominal a 12 meses y premio por ahorrar en moneda nacional¹
 -en porcentajes-



¹ $Pr = (1 + TBN) / [(1 + r_{\$BN}) * (1 + TCN^e)] - 1$, donde

TBN = tasa básica pasiva nominal.

$r_{\$BN}$ = tasa de interés en dólares a seis meses plazo del Banco Nacional de Costa Rica (BNCR).

TCN^e = expectativa de variación del tipo de cambio nominal para los próximos 12 meses, obtenida de la encuesta mensual de expectativas de inflación y variación de tipo de cambio aplicada por el BCCR.

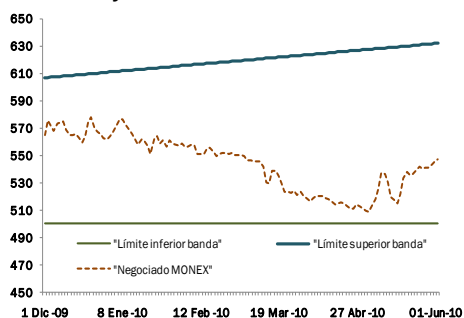
Fuente: Banco Central de Costa Rica

La alta disponibilidad de divisas en el período en comentario se explica principalmente por: i) los mayores ingresos netos de divisas, provenientes del turismo y de las exportaciones, ii) la venta de posición propia por parte de los bancos comerciales y, iii) la repatriación de capitales por la disminución en la tenencia de títulos en el mercado internacional de residentes privados e institucionales.

Esta condición se manifestó en el aumento de la captación en dólares de los bancos, hecho que conjuntamente con la recuperación neta de cartera crediticia en esa misma moneda, les facilitó la cancelación de deuda externa y la adquisición de instrumentos denominados en dólares, tanto locales como internacionales. Según el Estado de Origen y Aplicación del SBN correspondiente al primer cuatrimestre del 2010, en este período los bancos aumentaron su captación en dólares en EUA\$482 millones; además, cancelaron

pasivos externos y adquirieron títulos denominados en esa moneda por EUA\$290 millones y EUA\$210 millones (netos), respectivamente.

Gráfico 28. Tipo de cambio negociado en el MONEX y límites de la banda cambiaria



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Como resultado del comportamiento mostrado por el mercado cambiario desde los últimos meses del 2009, se produjo un aumento de la variabilidad del tipo de cambio, especialmente en marzo y mayo del presente año, meses en los cuales el coeficiente de variación⁵¹ del tipo de cambio promedio ponderado del MONEX fue de 2,1. Sin embargo, el grado de variabilidad del mercado cambiario costarricense es similar al de otros países con regímenes monetarios de metas de inflación.

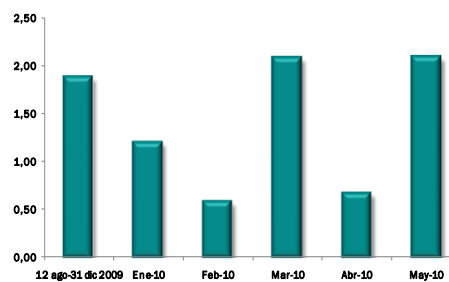
La evolución del mercado cambiario en los primeros cinco meses del año permitió que el Banco Central continuara sin intervenir en el MONEX en defensa de la banda, tal como ha ocurrido desde la segunda quincena de agosto del 2009. Este hecho contribuyó a reducir el efecto traspaso del tipo de cambio hacia los precios domésticos y dio espacios a la política monetaria.

Por otra parte, la tasa de variación interanual del crédito total concedido por el SBN al sector privado, excluyendo el efecto cambiario, se ha mantenido relativamente estable desde diciembre del 2009. Esto a

⁵¹Se calcula como la desviación estándar dividida entre la media aritmética.

pesar de la recuperación que ha tenido la actividad económica, del aumento en la confianza de los consumidores y de la mayor disponibilidad de recursos de los bancos.

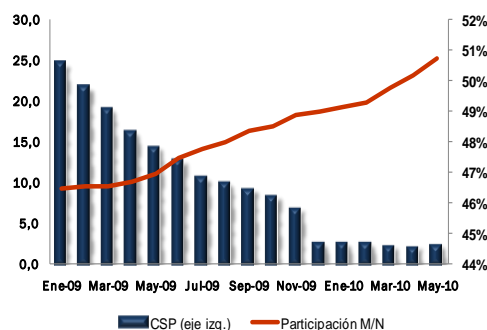
Gráfico 29. Coeficiente de variación del tipo de cambio promedio ponderado del MONEX



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El escaso dinamismo del crédito al sector privado ha permitido que el Gobierno Central financie su déficit en el mercado interno (vía colocación de bonos) sin ejercer presiones adicionales sobre las tasas de interés, las cuales, como se dijo antes, se han mantenido relativamente estables.

Gráfico 30. Crédito al sector privado (CSP): variación interanual sin efecto cambiario y participación de la moneda nacional -en porcentajes-



Fuente: Banco Central de Costa Rica

En principio, ese escaso dinamismo no ha obedecido a un problema de oferta, pues los bancos comerciales disponen de suficientes fondos prestables, aunque sí pareciera que dichas entidades se han mostrado cautas en el otorgamiento de los préstamos en moneda

extranjera⁵². Además, también se observó mayor precaución por parte de los prestatarios, especialmente en lo que respecta al endeudamiento en esa misma moneda, situación que podría estar explicada por la menor predictibilidad del tipo de cambio.

De hecho, como se muestra en el gráfico 30, en los primeros cinco meses del 2010 se acentuó la tendencia al alza, observada desde inicios del 2009, en la participación relativa de la moneda nacional dentro del total de cartera colocada de crédito al sector privado. Además, en ese período los flujos acumulados de crédito al sector privado en moneda nacional fueron superiores a los de igual lapso del año previo, pero en dólares disminuyeron, lo cual apunta a la existencia de un proceso de desdolarización de la cartera crediticia.

Cuadro 8. Crédito al sector privado: flujos acumulados
 -en millones de colones y dólares-

Fecha	Moneda	
	Nacional	Extranjera
Ene-09	-5.222,7	-55,1
Feb-09	2.502,3	-63,0
Mar-09	9.931,0	-45,6
Abr-09	24.434,7	-54,9
May-09	42.255,8	-90,3
Jun-09	67.419,0	-165,3
Jul-09	84.208,7	-206,4
Ago-09	105.910,7	-217,8
Sep-09	151.566,6	-227,2
Oct-09	181.269,1	-209,5
Nov-09	229.101,5	-212,9
Dic-09	268.693,1	-169,1
Ene-10	-9.129,2	-46,5
Feb-10	941,3	-62,9
Mar-10	30.496,0	-129,5
Abr-10	61.678,5	-176,0
May-10	106.171,5	-231,7

Fuente: Banco Central de Costa Rica

⁵²La cautela en el otorgamiento de crédito en moneda extranjera por parte de los bancos se evidenció por la aplicación de medidas tales como: políticas conservadoras de formalización de créditos, el cobro de membrecía en tarjetas de crédito, mayor precaución en la formalización de nuevas tarjetas y, en algunos bancos, el congelamiento del crédito de vivienda y vehículos.

1.3.3 Expectativas de inflación

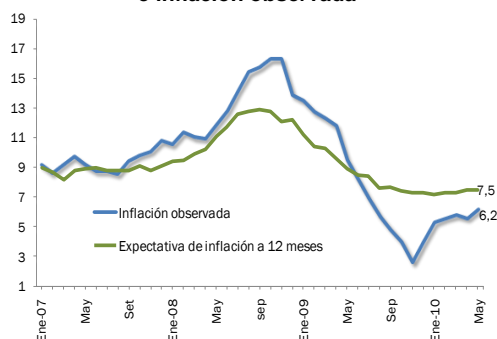
Las expectativas de inflación registraron una desaceleración importante desde el cuarto trimestre del 2008 hasta el tercero del 2009, fecha a partir de la cual han tendido a estabilizarse en torno al 7,% en promedio. Sin embargo, todavía continúan por encima del rango meta de inflación para el término del 2010 (entre 4% y 6%), situación que podría dificultar alcanzar dicha meta.

Las diferentes encuestas elaboradas periódicamente por el Banco Central señalan una reducción en las expectativas de inflación desde finales del 2008, sin embargo dicha reducción perdió dinamismo a partir del cuarto trimestre del 2009. Lo anterior se infiere de los resultados de la Encuesta trimestral sobre perspectivas económicas y de la Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio, ambas a un horizonte a doce meses; mientras en la Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial (EDPE), la desaceleración en las expectativas para el cierre del 2010 se reflejó en las ediciones de enero y abril del presente año.

No obstante la desaceleración y posterior estancamiento observado en la expectativa de inflación a doce meses, ésta todavía se ubicó por encima del rango meta de inflación para el término del 2010 (entre 4% y 6%), tanto en la encuesta trimestral como en la mensual. El resultado para el primer trimestre del 2010 fue de 6,7% (10,4% en el primero del 2009), mientras en la mensual de mayo se ubicó en 7,5% (8,9% en 2009).

Adicionalmente, es importante mencionar que en el caso de la encuesta mensual, la expectativa tendió a estabilizarse en los últimos siete meses en un valor medio del 7,3% y en el caso de la trimestral en 6,7%. La estabilización de las expectativas en los últimos meses sugiere que los agentes económicos no esperan efectos de segunda ronda⁵³.

⁵³Existe el riesgo de que se presenten efectos de segunda ronda sobre la inflación cuando los cambios en costos de las

Gráfico 31. Expectativas de inflación a 12 meses e inflación observada

Fuente: Encuesta mensual de expectativas de inflación y variación del tipo de cambio, Banco Central de Costa Rica.

Contrario a la encuesta trimestral y mensual, la variación esperada de los precios para el término del 2010 de la EDPE fue de 4,1% en abril (6,1% en enero)⁵⁴ resultado que se encuentra dentro del rango meta de precios del Banco Central para este año.

De acuerdo con la Nueva Curva de Phillips Neokeynesiana (NKPC) las expectativas de inflación y el desequilibrio real entre el producto observado y su potencial son, en ese orden, las principales variables explicativas del comportamiento de corto plazo de la inflación⁵⁵. Dentro de ese contexto la reducción observada en dicha variable, según las diferentes encuestas, favorece la consolidación de niveles de inflación por debajo del promedio de los últimos años (superior al 10%).

No obstante la desaceleración comentada, expectativas en torno al 7% se encuentran todavía por encima del rango meta de inflación para el término del 2010, situación que podría dificultar alcanzar dicha meta.

empresas deterioran las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

⁵⁴ Se refiere a la variación esperada de los precios que ofrece la empresa en el 2010.

⁵⁵ Ver "Dinámica inflacionaria y la Nueva Curva de Phillips en Costa Rica". DIE-09-2003-DI/R, en <http://www.bccr.fi.cr/ndie/inflacion.htm>.

1.3.4 Inercia inflacionaria

La inercia inflacionaria asociada al régimen cambiario ha tendido a disiparse; sin embargo, la metodología empleada para fijar los salarios y ajustar los precios de los bienes y servicios regulados, basada principalmente en la inflación de periodos previos, continúa incentivando un comportamiento inercial de la inflación, que dificulta el control de esta variable por parte del Banco Central.

El concepto inercia inflacionaria hace referencia a la existencia de mecanismos de indización en la fijación de precios en la economía. La inercia, la volatilidad propia de la inflación y la falta de credibilidad en la política antiinflacionaria del Banco Central, constituyen las principales fuentes de un fenómeno más amplio denominado persistencia inflacionaria⁵⁶.

Los factores inerciales se han asociado en mayor medida con el régimen cambiario, la metodología para fijar salarios y los modelos de costos para ajustar las tarifas de los bienes y servicios regulados de la canasta del IPC.

La migración de un régimen cambiario de "paridad reptante" hacia otro de banda cambiaria a partir octubre del 2006, se estima redujo el efecto traspaso de las variaciones en el tipo de cambio hacia los precios internos, con lo cual el efecto inercial por esa vía ha tendido a reducirse, como se explicará con mayor detalle en el capítulo 2 de este informe.

No obstante, aún persisten elementos que incentivan un comportamiento inercial de la inflación, pues tanto los salarios como las tarifas de los bienes y servicios regulados se ajustan tomando en cuenta la inflación pasada, lo cual retarda el proceso de desinflación. Asimismo, las solicitudes de ajuste de los regulados deben cumplir con procesos y plazos establecidos por ley, por lo cual existe un rezago entre el momento en

⁵⁶La persistencia inflacionaria es la velocidad a la cual la inflación tiende a acercarse a su nivel de equilibrio después de un determinado choque; cuanto más lento es el ajuste, mayor es la persistencia inflacionaria.

que se activa el “disparador” del modelo y cuando se hace efectivo el ajuste.

En adición a lo anterior, existen bienes y servicios con estructuras de mercado poco competitivas, que favorecen una fijación de precios por encima del promedio de aumento del resto de bienes y servicios de la economía⁵⁷.

Dado que la mano de obra y algunos de los bienes y servicios con estructuras poco competitivas (regulados y no regulados) constituyen insumos en el proceso productivo, un ajuste en sus precios similar o superior a la inflación de periodos previos promueve la inercia inflacionaria en la fijación de los precios de bienes y servicios de consumo final.

Así por ejemplo, como se mencionó en la sección 1.2, durante el primer cuatrimestre del año, los incrementos en las tarifas de servicios regulados (taxi, agua, autobús, electricidad) así como de algunos no regulados (educación básica y universitaria) fueron mayores a los del indicador general.

El componente regulado del IPC (ver cuadro 4) acumuló un crecimiento en los primeros cinco meses del año de 7,2%, cifra que más que duplica la inflación del IPC total (3,2%) y explicó un 46% del resultado total. Por otro lado, el componente no regulado registró en ese mismo lapso una variación del 2,1%, determinado en buena medida por el precio de la educación formal que aumentó un 10,8%.

La existencia de inercia inflacionaria en la fijación de precios en la economía, cuando la economía ha experimentado inflaciones relativamente altas, dificulta el logro del objetivo de inflación establecido por el Banco Central, porque bajo esas condiciones, el impacto de la política monetaria sobre la inflación interna es lento.

En síntesis, luego de la reducción histórica de la tasa de inflación registrada en el 2009, la evolución reciente del IPC, al igual que en la mayoría de economías del mundo, mostró una aceleración. No obstante, existen indicios de que se está en presencia de un proceso de desinflación. Por un lado, el crecimiento de este indicador en los primeros cinco meses del 2010 fue inferior al promedio de la última década y por otro, los indicadores de inflación de mediano y largo plazo, relevantes para la toma de decisiones de política monetaria se han estabilizado alrededor del 4%.

El reto del Banco Central para este año y los próximos es consolidar este proceso de desinflación, en un contexto de recuperación económica. En este sentido, las acciones de política monetaria deben procurar la convergencia de las expectativas inflacionarias hacia la meta de inflación, para lo cual es fundamental mejorar la credibilidad en el compromiso del Banco Central ante la sociedad de mantener una inflación baja y estable, como su principal objetivo.

⁵⁷Véase: “Informe de Inflación de noviembre del 2009”, capítulo 2: Análisis de la inflación según componentes del IPC, Banco Central de Costa Rica

Capítulo 2: Del régimen de banda cambiaria a un régimen de flotación

2.1 Introducción

En las últimas décadas se ha llegado a un consenso en el pensamiento económico de que el mayor aporte de los bancos centrales a la sociedad es el control de la inflación.

En línea con esta tesis, los bancos centrales han modificado sus esquemas de política monetaria y cambiaria para asegurar la estabilidad de precios.

Específicamente en el caso de Costa Rica, la reforma a la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558 de noviembre de 1995) definió, como principal objetivo de esta Institución, lograr la estabilidad interna y externa de la moneda y asegurar su conversión.

Con el propósito de cumplir este mandato y luego de valorar las ventajas y desventajas de distintos regímenes monetarios y cambiarios, en el 2005 el Directorio del BCCR aprobó el proyecto estratégico denominado “Meta Explícita de Inflación”⁵⁸, con lo cual dio inicio con los preparativos formales para la migración del régimen monetario vigente hasta ese momento, basado en el control de agregados monetarios, a uno de meta explícita de inflación (MI).

En términos generales, el esquema de MI es un marco de diseño de la política monetaria caracterizado por un anuncio público de un objetivo cuantitativo (o de un rango) para la tasa de inflación sobre uno o más horizontes de tiempo y por un reconocimiento explícito de que una tasa de inflación baja y estable es el

principal objetivo de largo plazo de un banco central.

Una de las precondiciones para avanzar hacia metas de inflación es que haya flexibilidad en la determinación del tipo de cambio, pues ello permite que la política monetaria pueda concentrarse en la consecución de la meta de inflación, sin tener que desviarse de dicho objetivo debido a presiones en el mercado cambiario⁵⁹.

Con el fin de avanzar en el cumplimiento de este prerrequisito, a partir del 17 de octubre del 2006 el BCCR puso en funcionamiento el régimen de banda cambiaria⁶⁰, el cual sustituyó al esquema de paridad deslizante (“minidevaluaciones”) vigente desde principios de los años ochenta.

La banda cambiaria es un régimen de control cambiario en el que el banco central se compromete a defender los límites de la banda y el tipo de cambio puede fluctuar libremente dentro de dichos límites.

El régimen de banda cambiaria brinda al banco central un grado mayor de autonomía para la ejecución de la política monetaria, en comparación con el régimen de paridad deslizante en el cual el objetivo de tipo de cambio nominal tenía prioridad sobre el control de la inflación. Sin embargo, desde antes de su adopción, el BCCR informó que este régimen sería transitorio, pues su intención es migrar gradualmente hacia un esquema de flotación que permita ejecutar una política monetaria independiente de todo

⁵⁸ Este proyecto contempla las acciones de política monetaria y cambiaria necesarias para alcanzar en el mediano plazo un nivel de inflación similar al de los principales socios comerciales del país. Fue aprobado en el artículo 11 de la sesión 5229-2005 del 5 de enero de 2005.

⁵⁹ La flexibilidad cambiaria permite resolver lo que en la literatura económica se conoce como la “trinidad imposible”. Este término se refiere a la imposibilidad de que simultáneamente se logre: un tipo de cambio fijo, movilidad de capitales y que la tasa de interés funcione como instrumento de política monetaria.

⁶⁰ Aprobado por la Junta Directiva del BCCR en el artículo 5 de la sesión 5300-2006 del 13 de octubre del 2006.

compromiso cambiario. Esto en concordancia con el objetivo de ejecutar la política monetaria de acuerdo a un esquema de metas de inflación y con ello controlar en forma sostenida el nivel general de precios.

Este capítulo describe la forma en que funciona actualmente el mercado cambiario costarricense bajo el régimen de banda cambiaria, detallando en particular los mercados donde se realizan transacciones de compra-venta de divisas, así como la participación del BCCR y la evolución del tipo en ese mercado. Además, discute el impacto de este régimen sobre la inflación y la agenda pendiente para adoptar un esquema de flotación.

2.2 Funcionamiento del mercado cambiario costarricense

Seguidamente se describen los elementos más relevantes que conforman el actual mercado cambiario costarricense y se comenta el comportamiento del tipo de cambio, especialmente durante el período comprendido entre agosto del 2009 y mayo del 2010, cuando el tipo de cambio ha flotado libremente.

2.2.1 Mercados donde se transan las divisas.

El mercado cambiario costarricense permite realizar las transacciones de compra-venta de divisas por medio de dos mercados: el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) y el mercado de “Ventanilla”.⁶¹

El mercado MONEX inició sus operaciones el 20 de noviembre de 2006 con 32

⁶¹Comúnmente el MONEX se conoce como mercado mayorista, mientras que la “ventanilla” se conoce como mercado minorista. Sin embargo en ambos mercados se pueden transar grandes o pequeñas cantidades de divisas por parte de oferentes y demandantes, razón por la cual en el mercado cambiario costarricense no es apropiado hacer esta diferenciación.

participantes⁶². Actualmente en él participan personas físicas y jurídicas, incluido el Banco Central, quienes realizan transacciones de compra y venta de divisas⁶³ por medio de una plataforma integrada al Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (SINPE).

No obstante, con el fin de promover la competencia y propiciar un funcionamiento más eficiente del mercado de cambios, en enero del 2009 el Banco Central subastó 500 cupos para participar en MONEX y a partir de octubre de ese mismo año se permitió participar a todas las personas físicas y jurídicas con cuentas registradas en alguna entidad financiera nacional para que transaran sus requerimientos de divisas, pero con la prohibición expresa de que no podían utilizar esa plataforma para actuar como intermediarios cambiarios⁶⁴.

Por otra parte, el mercado de “ventanilla” está constituido por el público en general, esto es, entre otros agentes: exportadores, importadores y ahorrantes que realizan sus transacciones de compra y venta de dólares por medio de las entidades autorizadas para operar en el mercado cambiario (entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras, Puestos de Bolsa y empresas bajo la figura de Casa de Cambio que autorice la Junta Directiva del BCCR)⁶⁵. Estas transacciones se pueden realizar utilizando las ventanillas físicas o ventanillas electrónicas (cajeros automáticos y banca por internet).

⁶²Incluía al BCCR, a los 3 bancos estatales, el Banco Popular y de Desarrollo Comunal, 12 bancos privados, 14 financieras, mutuales y cooperativas, 2 casas de cambio y 2 Puestos de Bolsa.

⁶³Las negociaciones se realizan por montos no inferiores a los EUA\$1.000.

⁶⁴La decisión de subastar únicamente 500 cupos en un principio se debió a razones tecnológicas relacionadas con la plataforma de Central Directo, que es el mecanismo de acceso al MONEX. Al 13 de mayo del 2010 existían registrados 2.919 usuarios en Central Directo, de los cuales 516 realizaron transacciones en MONEX.

⁶⁵Según se indica en el artículo 2 del Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado, al amparo de lo dispuesto en el artículo 86 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.

Según las normas vigentes, dichos intermediarios no tienen restricciones para establecer el margen de intermediación cambiaria⁶⁶ y, por tanto, los tipos de cambio de venta y de compra de divisas en sus transacciones con el público.

Las transacciones cambiarias efectuadas en MONEX y en “ventanilla” se realizan a distintos precios o tipos de cambio. El BCCR publica en su sitio en Internet en tiempo real dichos precios, los cuales se definen de la siguiente manera:

i) Tipo de cambio de MONEX: promedio ponderado del tipo de cambio de las negociaciones realizadas en el MONEX.

ii) Tipos de cambio de “ventanilla”: precios de compra y de venta ofrecidos por los intermediarios cambiarios a sus clientes, para transacciones en sus cajeros físicos, cajeros automáticos, banca por internet o banca telefónica.

Además, el BCCR ofrece información sobre otros tipos de cambio:

iii) Tipos de cambio de intervención: son aquellos a los cuales el BCCR compra o vende dólares, en los límites de la banda, a los participantes en el mercado de MONEX. El tipo de cambio de intervención de venta corresponde al límite superior de la banda cambiaria y el de compra el límite inferior.

iv) Tipos de cambio para las operaciones del sector público no bancario (SPNB): son los que resultan de las negociaciones que el BCCR efectúa como gestor de divisas para ese grupo de entidades en MONEX.

v) Tipos de cambio de referencia⁶⁷: son calculados por el BCCR como un promedio de los tipos de cambio anunciados el día anterior en ventanilla de las entidades autorizadas para participar en el mercado cambiario,

⁶⁶ Diferencia entre el tipo de cambio de venta y de compra.

⁶⁷ Definición con base en lo establecido por la Junta Directiva del BCCR, en el artículo 6 de la sesión 5300-2006 del 13 de octubre del 2006.

ponderado por el tiempo en que cada tipo de cambio estuvo vigente en el lapso comprendido entre las dos y las cinco de la tarde de ese día y por la participación relativa de éstas en el volumen negociado con el público⁶⁸.

2.2.2 Participación del BCCR en el mercado cambiario

La participación del Banco Central en el mercado cambiario está regulada por el Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado (ROCC) y demás normativas vigentes, al amparo de la Sección VI del Capítulo II (“Política Monetaria, Financiera y Cambiaria”) de su Ley Orgánica.

El BCCR interviene en MONEX para cumplir los siguientes propósitos:

i) Defensa de la banda cambiaria.

Bajo el actual régimen de banda cambiaria, el Banco Central tiene el compromiso de intervenir en el MONEX cuando el tipo de cambio se ubica en alguno de los límites de la banda.

Así por ejemplo, si el tipo de cambio se situara en el límite inferior, el BCCR compraría dólares para impedir que su precio caiga por debajo de dicho límite. Por el contrario, si el tipo de cambio alcanzara el límite superior, el BCCR vendería dólares para evitar que éste continúe aumentando.

Como se verá más adelante, el BCCR realizó operaciones en defensa del límite inferior de la banda durante el periodo comprendido entre octubre de 2006 y abril de 2008 y en defensa del límite superior en el lapso julio 2008-agosto 2009 (primera quincena).

⁶⁸ El artículo 48 de la Ley Orgánica del BCCR establece que los actos, contratos y obligaciones pactadas en moneda extranjera pueden cancelarse en moneda nacional aplicando el tipo de cambio promedio calculado por el BCCR, con excepción de las operaciones señaladas en el artículo 49 de esa misma Ley.

- ii) Estabilización de la volatilidad del tipo de cambio.

Aunque el tipo de cambio no llegue a situarse en los límites de la banda cambiaria, el Banco Central tiene la posibilidad de realizar operaciones de compra y venta de dólares dentro de la banda (denominadas intervenciones intramarginales) para minimizar movimientos abruptos en el tipo de cambio que correspondan a movimientos estacionales o especulativos.

Durante la vigencia del régimen de banda cambiaria (octubre 2006-mayo 2010), se pueden identificar dos episodios con este tipo de intervención. El primero ocurrió entre mayo y junio del 2008 (cuando el BCCR vendió EUA\$247 millones) y el segundo fue el 28 de noviembre de ese mismo año (compró EUA\$32 millones).

- iii) Comprar divisas para atender requerimientos propios y del sector público no bancario (SPNB).

El Banco Central adquiere y vende divisas con el propósito de satisfacer los requerimientos de su flujo de caja u objetivos de variación de reservas monetarias internacionales.

Por otra parte, la compra y venta de divisas para satisfacer requerimientos de moneda extranjera del SPNB se fundamenta en el artículo 89 de la Ley Orgánica del Banco Central (LOBCCR), según el cual dichas instituciones deben efectuar sus transacciones de divisas por medio del Banco Central de Costa Rica o de los bancos comerciales del Estado, en los que éste delegue la realización de tales transacciones.

Con base en dicha norma y en concordancia con lo establecido en el artículo 10 del Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado (ROCC), la Junta Directiva del Banco Central acordó que las transacciones diarias de compraventa de divisas del SPNB, superiores a los EUA\$100.000 (cien mil dólares de los Estados Unidos de América); así como las que efectúen entidades del

sector público no bancario que requieran realizar transacciones en divisas por un monto mensual superior a EUA\$10.000.000 (diez millones de dólares de los Estados Unidos de América), deberán efectuarse únicamente con el Banco Central⁶⁹. Esas transacciones se realizarán a los tipos de cambio de compra o de venta, según corresponda, que fije el Banco Central para esos fines.

El monto de las operaciones cambiarias que realiza el BCCR para solventar requerimientos propios y como agente del SPNB se comunica al público semanalmente.

Adicionalmente, de acuerdo con lo establecido por el Directorio⁷⁰, el BCCR puede suplir total o parcialmente con sus reservas monetarias internacionales, los requerimientos de divisas del SPNB, cuando el acervo de reservas monetarias internacionales (RMI) exceda el nivel que estima adecuado según sus consideraciones técnicas.

Para efectos de una adecuada programación del flujo de caja de las operaciones cambiarias del SPNB, cada institución debe comunicarle al Banco Central, vía electrónica, el último día hábil de cada semana, la programación de sus requerimientos diarios de divisas para las siguientes dos semanas.

Además de realizar operaciones de compra y venta de divisas para los propósitos mencionados (defensa de la banda, estabilización, satisfacer requerimientos propios y del SPNB), el Banco Central emite la reglamentación que regula las transacciones efectuadas en dicho mercado.

⁶⁹Artículo 7 de la sesión 5300-2006 del 13 de octubre del 2006. Los bancos comerciales del Estado podrán realizar transacciones diarias de compra y de venta de divisas con las instituciones que conforman el SPNB únicamente por montos inferiores a EUA\$100.000 y siempre y cuando el monto mensual de dichas transacciones sea inferior a los EUA\$10.000.000.

⁷⁰Artículo 7 de la sesión 5310-2006, del 20 de diciembre del 2006.

2.2.3 Comportamiento del tipo de cambio en el régimen de banda cambiaria

Como se indicó antes, el BCCR puso en funcionamiento en octubre del 2006 un régimen de banda cambiaria, como parte de una estrategia orientada a avanzar hacia un esquema de metas de inflación.

Durante el tiempo en que ha estado vigente este régimen cambiario pueden distinguirse cuatro períodos en función de la intervención del BCCR en el mercado cambiario, los cuales se comentan a continuación:

i) Primer período (octubre 2006 – abril 2008): defensa del límite inferior de la banda.

En sus inicios, el BCCR optó por una banda cambiaria deslizante, con amplitud moderada y creciente. Los parámetros se definieron de la siguiente manera: a) se partió como referencia del nivel medio del tipo de cambio en el mercado de intervención existente antes del establecimiento del régimen; b) la amplitud de la banda se fijó en 3% sobre el límite inferior, sin anuncio de una paridad central; c) se definió una pauta de ajuste del límite superior mayor a la del límite inferior (¢0,14 y ¢0,06, en su orden), de modo que la amplitud aumentaba en términos absolutos ¢0,08 cada día hábil.

Durante este lapso, los parámetros de la banda cambiaria se modificaron en tres oportunidades, según lo ameritaron las condiciones macroeconómicas y financieras⁷¹. Lo anterior en procura de evitar inestabilidades “no deseables” en el tipo de cambio, desestimular el ingreso de capitales de corto plazo e incrementar el grado de competencia e integración del mercado cambiario.

Desde la entrada en operación del régimen de banda cambiaria hasta marzo del 2008, el

mercado cambiario mostró un superávit en los flujos de divisas en el mercado de “ventanilla”, lo cual llevó a que la moneda nacional se apreciara. Durante ese lapso el tipo de cambio se situó mayormente en el límite inferior de la banda cambiaria, lo que implicó que el Banco Central interviniera en el MONEX como comprador neto de divisas, por un monto de EUA\$2.915 millones, con la consiguiente acumulación de reservas monetarias internacionales (RIN) y expansión de la liquidez en moneda nacional. Las RIN aumentaron en EUA\$2.070 millones en dicho período⁷².

Cuadro 9. Costa Rica: modificaciones en los parámetros de la banda cambiaria 2006-2010

Fecha	Límite inferior (nivel y variación)	Límite superior (nivel y variación)	Amplitud de la banda
17-Oct-06	514,78 (+¢0,06,+2,94%)	530,22 (+¢0,14,+6,65%)	3%
31-Ene-07	519,16 (constante,0%)	540,55 (+¢0,11,+5,12%)	4%
22-Nov-07	498,39 (-¢0,06,-3,03%) ajuste discreto -4%	562,83 (+¢0,06,+2,69%)	Aumento de 8,4% a 12,9%
16-Jul-08	500,00 (constante,0%) ajuste discreto +2,31%	555,37 (+¢0,06,+2,72%) ajuste discreto -3,00%	Redujo de 17,14% a 11,0%
22-Ene-09	500,00 (constante,0%)	563,25 (+¢0,20,+8,95%)	12,7%

Nota: Las cifras entre paréntesis corresponden al monto en colones del ajuste aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, por día hábil para el límite en cuestión (inferior y superior) y el porcentaje anual de cambio resultante del ajuste diario antes indicado. La amplitud de la banda refiere a la diferencia porcentual entre el límite superior y el inferior. Al 31 de mayo del 2010, dicha amplitud fue de 26,3%.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

ii) Segundo período (mayo- junio del 2008): intervención dentro de la banda (intramarginal).

A partir del segundo trimestre del 2008 se observó un cambio en la dinámica del

⁷¹ En el Informe de Inflación de Julio del 2008 se comentaron en forma detallada los ajustes efectuados a los parámetros de la banda cambiaria desde su entrada en vigencia hasta julio del 2008.

⁷² La variación de RIN entre el 17 de octubre del 2006 y el 30 de abril del 2008 estuvo afectada por las reclasificaciones de la deuda de Nicaragua (EUA\$231,9 millones) en diciembre del 2006 y del Aporte al Fondo Latinoamericano de Reservas (EUA\$159,7 millones) en noviembre del 2007, como Otros Activos Externos del BCCR.

mercado cambiario que se manifestó en el “despegue” de la cotización del dólar del límite inferior de la banda cambiaria.

Particularmente, en mayo el mercado de “ventanilla” comenzó a mostrar una pérdida de dinamismo en la cantidad ofrecida de divisas y un repunte de la cantidad demandada, situación que se prolongó hasta junio. Esto debido a factores reales y financieros⁷³ y a la rápida reversión de las expectativas de los agentes económicos hacia la depreciación de la moneda nacional, propiciada por el deterioro en la posición externa del país.

Lo anterior llevó a movimientos abruptos al alza del tipo de cambio del colón respecto al dólar (el tipo de cambio promedio mensual del MONEX pasó de ₡496,4 en abril a ₡520,3 en junio), aunque siempre dentro de la banda cambiaria.

En esa coyuntura y con el fin de moderar los aumentos de las cotizaciones, el Banco Central decidió realizar por primera vez una intervención activa de estabilización al interior de la banda. Esta política se aplicó especialmente en mayo, pero se mantuvo también en junio. En conjunto, en estos dos meses, la intervención con propósitos de estabilización fue de EUA\$247 millones, en tanto que el BCCR vendió al SPNB EUA\$251,7 millones de sus reservas internacionales.

iii) Tercer período (julio 2008 – primera quincena agosto 2009): defensa del límite superior de la banda.

A mediados de julio del 2008, el BCCR redujo la amplitud de la banda (desde un 17% a un 11% con respecto al piso), pues consideró que, si bien las presiones alcistas en el tipo de cambio eran motivadas por el deterioro de

algunos fundamentales, había otros factores que podrían estar exacerbando ese comportamiento y además, estimó que los parámetros de la banda cambiaria vigentes permitían una variabilidad en el tipo de cambio mayor a la esperada⁷⁴.

Después de esa medida, las cotizaciones se mantuvieron cerca del nuevo límite superior de la banda, por lo que el BCCR continuó realizando operaciones (venta de divisas) en defensa de dicho límite. No obstante, el 28 de noviembre hubo una intervención (compra de EUA\$32 millones) dentro de los límites de la banda, con fines de estabilización.

En enero del 2009 el BCCR modificó nuevamente los parámetros de la banda cambiaria con la intención de que éstos reflejaran la evolución de los fundamentales económicos y las condiciones del mercado de moneda extranjera⁷⁵. El límite inferior (tipo de cambio de intervención de compra) se mantuvo en ₡500, mientras que el superior (tipo de cambio de intervención de venta) aumentó a ₡563,25 y se dispuso que a partir del 23 de enero del 2009 este valor se incrementara en ₡0,20 cada día hábil.

Luego de este ajuste, el tipo de cambio continuó ubicado en el límite superior de la banda hasta mediados de agosto del 2009, lo que obligó al Banco Central a intervenir activamente en el MONEX.

Las operaciones de defensa del límite superior de la banda efectuadas por el BCCR en este tercer período conllevaron a una venta de divisas de EUA\$784 millones y además usó reservas para suplir al SPNB por EUA\$16 millones.

En síntesis, durante los tres períodos comentados el BCCR tuvo una activa intervención en el mercado cambiario, primero defendiendo el límite inferior de la banda, luego limitando la volatilidad del tipo

⁷³ En la menor oferta de divisas incidió el debilitamiento de las exportaciones y de los ingresos de capitales. Por su parte, el comportamiento de la demanda estuvo determinado por los mayores requerimientos de moneda extranjera para atender el aumento en el pago de importaciones (debido al alza en el precio internacional del petróleo y de otras materias primas), así como un repunte de la dolarización financiera.

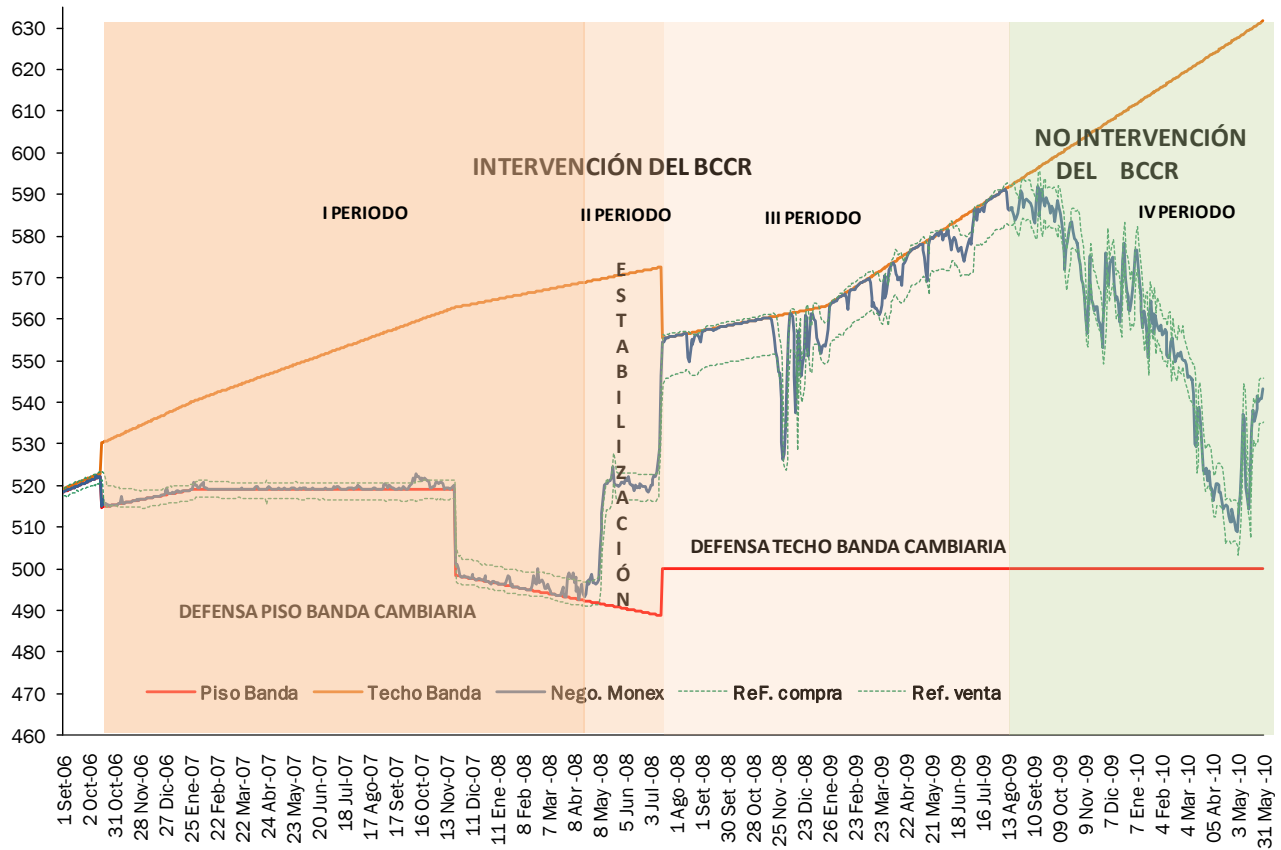
⁷⁴ Esta medida fue aprobada por el Directorio en el artículo 3 de la sesión 5386-2008 del 15 de julio del 2008.

⁷⁵ Artículo 5 de la sesión 5411-2009 del 21 de enero del 2009.

de cambio y, por último, defendiendo el límite superior. Como resultado de las operaciones realizadas en el primer periodo, hubo una acumulación considerable de reservas, que le permitió al BCCR en los dos siguientes suplir divisas al sector público y al sector privado

por un monto de EUA\$1.299 millones (equivalente a un 26,3% del saldo de las RIN a abril del 2008) sin generar efectos negativos en el entorno macroeconómico local.

Gráfico 32. Banda Cambiaria: Tipos de Cambio de Intervención, MONEX y Referencia
Colones por EUA dólares



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

iv) *Cuarto período* (segunda quincena de agosto del 2009 a mayo del 2010): *flotación libre*.

En este periodo el mercado cambiario ha mostrado un comportamiento cuya operación en la práctica es consistente con un régimen de flotación libre (régimen de facto), aunque el régimen anunciado por el país es uno de banda cambiaria (régimen de jure). Lo anterior con base en la clasificación del Fondo Monetario Internacional (FMI)⁷⁶.

Desde mediados de agosto del 2009 a la fecha (31 de mayo del 2010), el mercado cambiario costarricense ha presentado una alta disponibilidad de divisas que se reflejó en una apreciación de la moneda nacional con respecto al dólar estadounidense hasta abril del presente año. Además, los resultados del mercado cambiario global y el comportamiento del tipo de cambio nominal en el mercado de “ventanilla” han influido para que la cotización del dólar en el mercado de MONEX comenzara a fluctuar dentro de la banda cambiaria sin la intervención del Banco Central (flotación libre de facto).

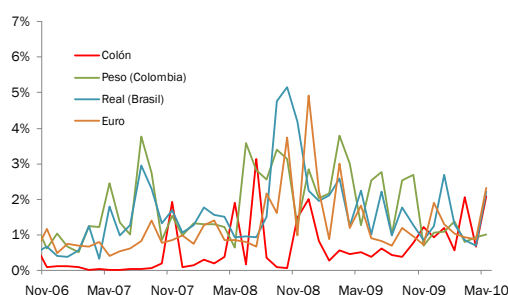
En este lapso, la volatilidad del tipo de cambio, medida por el coeficiente de variación, fue mayor que la observada entre agosto 2008 y la primera quincena de agosto del 2009 (4,2% y 2,1%, en el orden respectivo), tiempo durante el cual el tipo de cambio se situó en general cerca o en límite superior de la banda. El tipo de cambio de MONEX se ubicó entre agosto del 2009 y mayo del 2010 en promedio 8,7%⁷⁷ (¢53,5) por debajo del límite superior de la banda.

⁷⁶ La clasificación de esquemas cambiarios elaborada por el FMI distingue entre los regímenes de jure (anunciados por los países) y los de facto (los que operan en la práctica). En setiembre del 2009 este Organismo presentó una versión revisada de dicha clasificación (Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements, WP/09/211, 2009), cuyos principales aspectos se detallan en el Recuadro 2.

⁷⁷ Se obtiene calculando, para el período de interés, la diferencia entre el promedio del tipo de cambio de MONEX y el del límite superior de la banda cambiaria.

Esta mayor volatilidad del mercado cambiario puede haber contribuido en el proceso de aprendizaje de los agentes económicos, respecto a la administración del riesgo. Pese al aumento indicado en la volatilidad del tipo de cambio, es importante señalar que ésta es similar e incluso inferior en algunos casos a la que presentan otros países o regiones que tienen regímenes cambiarios flexibles (gráficos 33 y 34).

Gráfico 33. Comparación de la volatilidad del tipo de cambio en países seleccionados¹



¹Coeficiente de variación mensual (calculado para los días efectivos). Todos los tipos de cambio se expresan como moneda nacional con respecto al dólar de los Estados Unidos.

Fuente: elaboración propia con base en cifras del Banco Central de Costa Rica y de Bloomberg.

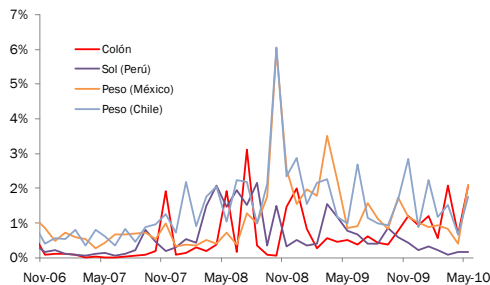
La alta disponibilidad de divisas del mercado cambiario antes mencionada se explica por varios factores. En primer lugar, las expectativas al alza en el tipo de cambio generadas desde mediados del 2008, cuando la economía pasaba por una difícil coyuntura que hacía prever una reducción de la inversión extranjera directa y de las remesas familiares, así como un aumento en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, no se materializaron.

Esto debido, entre otros factores, a que en el 2009 hubo una corrección significativa del déficit en cuenta corriente en la balanza de pagos (éste pasó de un 9,2% del PIB en el 2008 a un 2,3% del PIB)⁷⁸, pues aunque las

⁷⁸Incluso, en el primer semestre de ese año se registró un superávit en dicha cuenta.

exportaciones cayeron un 7,5% (EUA\$715,3 millones), las importaciones se redujeron un 25,9% (EUA\$3.977,1 millones) debido a la contracción de la actividad económica y, además, aunque la inversión extranjera directa se redujo (EUA\$699,4 millones), permitió financiar dicho déficit.

Gráfico 34. Comparación de la volatilidad del tipo de cambio en países seleccionados¹



¹Coefficiente de variación mensual (calculado para los días efectivos). Todos los tipos de cambio se expresan como moneda nacional con respecto al dólar de los Estados Unidos.

Fuente: elaboración propia con cifras del Banco Central de Costa Rica y Bloomberg.

Por otra parte, el comportamiento del mercado cambiario en el 2009 fue favorecido por las medidas de “blindaje financiero” aplicadas por el Gobierno y el Banco Central así como por la política monetaria prudente⁷⁹ aplicada por este último, ya que ello contribuyó a aumentar la confianza en la capacidad de la economía costarricense para enfrentar la crisis económica internacional y, por tanto, redujo la presión sobre el mercado cambiario.

Adicionalmente, la incipiente recuperación de la actividad económica desde el último trimestre del 2009, reforzó la confianza de los agentes económicos.

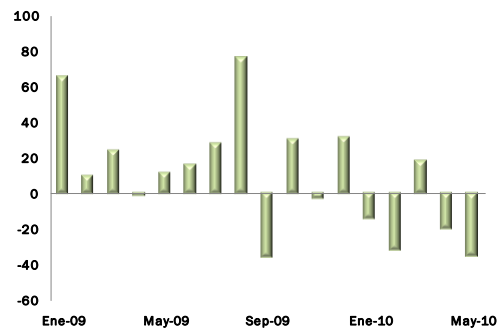
En los primeros meses del 2010, la condición superavitaria del mercado privado de cambios

⁷⁹En la publicación de la Memoria Anual del 2009 del BCCR, se comentan ampliamente las acciones de política monetaria aplicadas durante ese año.

fue influenciada por la reducción de la posición propia de divisas⁸⁰ por parte de varios intermediarios cambiarios. En efecto, durante los primeros ocho meses del 2009 los intermediarios cambiarios registraron una variación mensual acumulada de EUA\$228 millones, mientras que en el lapso setiembre del 2009 a mayo del 2010 dicha variación fue de EUA\$ -58,3 millones.

El cambio mencionado en la posición propia de divisas de algunos intermediarios cambiarios se asocia con la tendencia a la apreciación del colón, comportamiento que se profundizó en el bimestre marzo-abril del 2010. La apreciación de la moneda nacional en los primeros cuatro meses del año alcanzó 10,3%, de la cual un 81% se presentó en el bimestre comentado, según el tipo de cambio promedio de MONEX. Sin embargo, en mayo se observó una depreciación del colón, con lo cual la apreciación acumulada a dicho mes se redujo a un 4,6%.

Gráfico 35. Intermediarios cambiarios: variación mensual de la posición propia de divisas -en millones de dólares-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁸⁰La posición propia autorizada en divisas se define como la diferencia entre los activos y los pasivos totales en moneda extranjera de los intermediarios autorizados a operar en el mercado cambiario. De conformidad con el artículo 4 del Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado, la posición propia autorizada en divisas de los intermediarios cambiarios autorizados deberá mantenerse al final de cada hábil entre el $\pm 100\%$ y no podrá exceder por concepto de operaciones cambiarias una variación diaria de $\pm 4\%$, ambos límites con respecto al patrimonio total de la entidad, expresado en dólares estadounidenses.

Además de la reducción en la posición propia de divisas, en el resultado del mercado cambiario en los primeros cinco meses del 2010, contribuyeron los siguientes factores: i) mayores ingresos netos de divisas por concepto de flujos de turismo y de exportación de algunos productos agrícolas; ii) disminución en la tenencia de títulos de emisores internacionales por parte de agentes privados e institucionales no bancarias y la posible repatriación de las divisas⁸¹ y iii) mayor captación bancaria en moneda extranjera, que junto con los créditos en esa moneda cancelados por parte del sector privado, contribuyeron a incrementar la disponibilidad de divisas de los bancos en el primer trimestre del 2010 por un monto de EUA\$536 millones, de los cuales se estima que aproximadamente EUA\$200 millones quedaron en el mercado local, lo cual es esperable tuvieran un efecto hacia la baja en el tipo de cambio nominal.

2.3 Banda cambiaria y control de la inflación

Una de las principales fuentes de desequilibrio monetario en Costa Rica en años pasados se originó en el régimen de minidevaluaciones, pues la participación del Banco Central en el mercado cambiario para mantener el tipo de cambio nominal en el nivel deseado (dada la pauta de devaluación), en un contexto de entradas de capital, llevó a una significativa expansión monetaria.

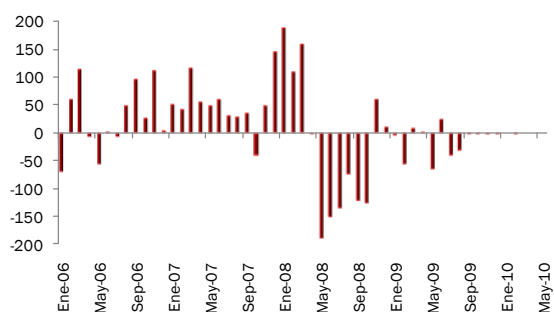
Aunque parte de esta expansión fue neutralizada mediante operaciones de mercado abierto, dichas operaciones afectaron negativamente el resultado financiero de la Institución y, por tanto, disminuyeron su capacidad para controlar la

inflación. Además, la dinámica de crecimiento sistemático del tipo de cambio, característica del régimen de paridad deslizante, dio lugar a una inercia inflacionaria que minó aún más la efectividad de la política monetaria.

La decisión de migrar hacia un esquema de metas de inflación pretende, justamente, reducir la influencia de los factores que habían debilitado de manera ostensible la efectividad de la política monetaria, entre ellos, el régimen cambiario.

Como se indicó antes, como parte de este proceso de migración, el Banco Central ha tomado acciones a partir de octubre de 2006 tendientes a flexibilizar el régimen cambiario, pues se espera que ello aumente la efectividad de la política monetaria para combatir la inflación. Esto por cuanto la flexibilidad cambiaria no solo permitirá reducir los costos asociados a la esterilización de las operaciones cambiarias y a la inercia inflacionaria, sino también ello posibilitará el uso de la tasa de interés de corto plazo como el principal instrumento de política monetaria.

Gráfico 36. Efecto monetario neto de las operaciones cambiarias
-miles de millones de colones-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En la medida en que el Banco Central disminuya su participación como comprador neto de divisas, se reducirá el efecto monetario de dichas transacciones y, por ende, serán menores las operaciones de mercado abierto motivadas en la operación del mercado cambiario.

⁸¹De acuerdo con información de la Central de Valores (CEVAL), que se estima tiene registrado un 25% de los activos externos propiedad de costarricenses, en este periodo se ha observado una reducción de EUA\$109 millones en la tenencia de dichos activos y de EUA\$56 en la tenencia de eurobonos emitidos por el Gobierno y de bonos en dólares emitidos por el Instituto Costarricense de Electricidad. Es posible que una parte de esos recursos se hayan repatriado.

Desde la entrada en vigencia de la banda cambiaria hasta el momento, la evolución de las operaciones cambiarias del Banco Central con efecto monetario neto se puede dividir en tres etapas.

Como ya se ha indicado, en los primeros dieciocho meses de vigencia del régimen de bandas, el tipo de cambio se situó mayormente en el límite inferior, lo que implicó que el BCCR interviniera como comprador neto de divisas, con el consecuente aumento de reservas monetarias internacionales y expansión de liquidez. Este efecto no difería del observado con el régimen cambiario previo, por lo cual en este lapso no fue posible reducir el desequilibrio monetario originado por el mercado cambiario.

Desde mayo del 2008 hasta agosto del 2009, con el “despegue” de la cotización del dólar del límite inferior de la banda cambiaria y su posterior cercanía al límite superior, el Banco Central intervino como vendedor neto de divisas, lo cual llevó a una disminución de reservas monetarias internacionales y a una contracción de la liquidez que favoreció el control monetario.

A partir de la segunda quincena de agosto del 2009 el tipo de cambio ha mostrado una tendencia a la baja y en forma consistente las cotizaciones en el mercado de MONEX se han ubicado en el interior de la banda. Este comportamiento ha permitido que el tipo de cambio flote y la intervención del Banco Central por operaciones cambiarias haya sido nula, sin efectos sobre la liquidez de la economía. La evolución del mercado cambiario de los últimos nueve meses es consistente con el objetivo de dotar a la política monetaria de mayores grados de libertad para controlar la inflación. Así, una de las fuentes estructurales de expansión monetaria en la economía estuvo ausente en este período.

La adopción de la banda cambiaria generó otros dos efectos positivos para el control de la inflación. Por una parte, contribuyó a reducir el efecto traspaso de las variaciones

en el tipo de cambio hacia los precios internos y, por otra, propició para algunos periodos un proceso de desdolarización financiera.

Un menor efecto traspaso brinda mayores grados de libertad para la ejecución de la política monetaria, porque reduce la inercia inflacionaria. De igual forma, la desdolarización resulta positiva para el control monetario, pues aumenta la capacidad del Banco Central de actuar de manera efectiva como prestamista de última instancia, reduce la vulnerabilidad del sistema financiero ante el riesgo cambiario y disminuye la fragilidad bancaria ante salidas repentinas de capitales.

De acuerdo con la actualización del modelo lineal de traspaso (*pass-through*)⁸², con cifras para el lapso enero 1991-febrero 2010, durante la mayor parte del periodo de banda cambiaria el coeficiente de traspaso, tanto de corto como de largo plazo⁸³, mostró una disminución sostenida.

Gráfico 37. Coeficiente de traspaso de corto plazo, con estimaciones recursivas
-Julio 2000-Febrero 2010-



Fuente: Banco Central de Costa Rica

⁸²Rodríguez Vargas, Adolfo (2010). Análisis de la evolución del coeficiente de *pass-through* mediante regresiones recursivas, DEC-DIE-024-2010, Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.

⁸³El coeficiente de traspaso de corto plazo indica la magnitud del primer efecto de una variación del tipo de cambio nominal sobre la inflación. Por su parte, el coeficiente de largo plazo muestra el efecto total acumulado de dicha variación sobre la inflación. En el caso de Costa Rica, se estima que el efecto inicial se extingue en cinco meses y que más del 90% del efecto sobre la inflación se acumula en 21 meses.

En la evolución del coeficiente de traspaso de corto plazo se pueden distinguir tres patrones de comportamiento. Hasta mediados de 2003, el coeficiente estimado (tanto el original como el estandarizado⁸⁴) se mantuvo relativamente estable en alrededor de 0,08. De mediados de 2003 al último trimestre de 2007, el coeficiente se incrementó y mostró más variabilidad, fluctuando entre 0,08 y 0,1.

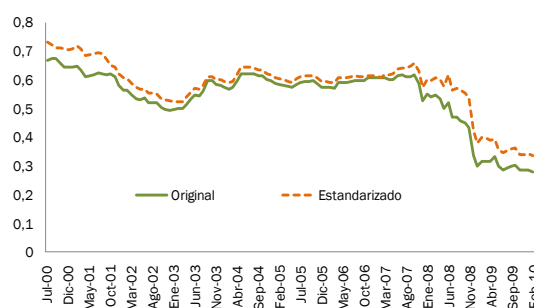
Finalmente, durante la mayor parte del período de banda cambiaria el coeficiente de traspaso ha mostrado una disminución sostenida, desde niveles próximos a 0,1 en los últimos meses de 2007 hasta alrededor de 0,04 en febrero de 2010. Debe agregarse que no es posible concluir que ha habido una modificación en este coeficiente a partir del agosto del 2009, momento desde el cual el tipo de cambio se ha mantenido fluctuando a lo interno de la banda cambiaria. Lo anterior en razón de que la reducida cantidad de observaciones disponible para el periodo de fluctuación no permite, desde el punto de vista estadístico, obtener evidencia significativa al respecto.

El coeficiente de traspaso de largo plazo resultante de las estimaciones recursivas también presenta una disminución durante el período de banda cambiaria, como se aprecia en el gráfico 40. Los valores estimados para el período 2003-2007 se ubicaron en torno a 0,6, mientras que desde finales del 2007 se registró un descenso sostenido hasta niveles ubicados en torno a 0,3 a principios del 2010⁸⁵.

⁸⁴Las regresiones con variables estandarizadas se realizan para obtener una aproximación de la importancia relativa del efecto de cada variable explicativa sobre la variable dependiente. Los coeficientes así estimados indican el cambio esperado de la variable dependiente, en unidades de desviación estándar, ante un cambio de una desviación estándar en el regresor correspondiente.

⁸⁵Por otra parte, la magnitud del coeficiente asociado a la volatilidad del tipo de cambio ha aumentado notoriamente durante el período de banda, lo cual de acuerdo con la literatura se puede asociar con la disminución en el coeficiente de traspaso. Para profundizar en esta relación véase Rodríguez Vargas, Adolfo (2009), Evaluación del modelo lineal de *pass-through* para la proyección de inflación dentro del régimen de banda cambiaria, Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica, DEC-DIE-044-2009.

Gráfico 38. Coeficiente de traspaso de largo plazo, con estimaciones recursivas -Julio 2000-Febrero 2010-



Fuente: Banco Central de Costa Rica

De las estimaciones realizadas se infiere que por cada incremento en la tasa de variación del tipo de cambio nominal de un punto porcentual es de esperar que a largo plazo la inflación se incremente entre 0,3 y 0,4 puntos porcentuales, mientras en el corto plazo la inflación podría aumentar entre 0,04 y 0,05 puntos porcentuales.

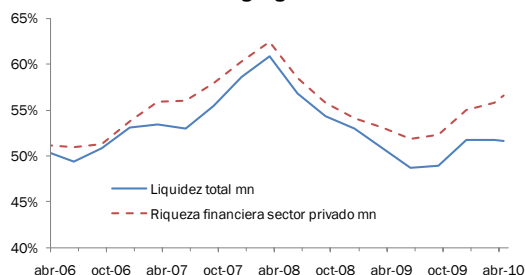
Sin embargo, con la información disponible no es posible saber si los coeficientes de traspaso de corto y de largo plazo mantendrán una tendencia a la baja o se estabilizarán alrededor de los últimos valores estimados, por lo cual las conclusiones sobre la magnitud del efecto traspaso de las variaciones en el tipo de cambio hacia los precios internos se deben tratar con prudencia.

Por otra parte, en los primeros dieciocho meses de vigencia del régimen de banda hubo un proceso de desdolarización financiera que se revirtió a partir del segundo trimestre del 2008. En el último cuatrimestre del 2009 se observó nuevamente una mayor preferencia por instrumentos financieros denominados en colones, situación que tendió a estancarse en el primer cuatrimestre del 2010.

Durante el período 2007-2009, la participación relativa de las operaciones en moneda nacional dentro de la riqueza financiera del sector privado fue de alrededor de un 55,8%, mientras que en los tres años

previos a la modificación del régimen cambiario, dicho coeficiente fue de 50,6%.

Gráfico 39. Participación relativa de la moneda nacional en los agregados monetarios



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Este comportamiento se ha observado también en las operaciones activas de los bancos. El saldo de crédito al sector privado otorgado por el Sistema Bancario Nacional en el 2009 reflejó un proceso de desdolarización que se ha mantenido en el 2010 (ver Capítulo 1).

Aunque la desdolarización observada en años recientes no puede atribuirse en su totalidad a la modificación del régimen cambiario, es de esperar que la adopción de la banda cambiaria haya influido en este proceso, toda vez que ha reducido significativamente el grado de predictibilidad del tipo de cambio en comparación con el régimen de paridad deslizante que, por su naturaleza, propiciaba la dolarización.

2.4 Hacia la flexibilidad cambiaria

2.4.1 Valoración del régimen de banda cambiaria

La valoración del régimen de banda cambiaria debe contextualizarse en consonancia con las variaciones en las condiciones macroeconómicas y financieras, tanto a nivel interno como internacional, las cuales han requerido de una serie de ajustes en los parámetros y en las tasas de interés internas, en procura de evitar inestabilidades “no

deseables” en el tipo de cambio nominal, desestimular el ingreso de capitales de corto plazo e incrementar el grado de competencia e integración del mercado cambiario.

Si bien durante la vigencia de este régimen se han registrado variaciones importantes en el tipo de cambio, estos movimientos se han aminorado, mediante las intervenciones en los límites de la banda y en menor medida dentro de ésta, afectando el nivel de reservas monetarias internacionales. Particularmente, en los casos de defensa del límite superior de la banda las variaciones se han moderado haciendo uso de reservas internacionales acumuladas en meses previos por parte del BCCR.

A partir de agosto del 2008 el mercado cambiario registró variaciones en el tipo de cambio alrededor o iguales a la pendiente del techo de la banda cambiaria, pero con eventos cada vez más frecuentes de variabilidad, que fomentaron el proceso de aprendizaje de los intermediarios cambiarios, de los agentes económicos que realizan operaciones en moneda extranjera y del BCCR.

La ubicación del tipo de cambio dentro de la banda cambiaria desde el 12 de agosto del 2009 abrió espacios para la política monetaria, lo cual permitirá reducir los desvíos de las expectativas de inflación con respecto al objetivo inflacionario.

Por otra parte, se ha dado un incremento en el grado de competencia e integración en el mercado cambiario, en buena medida debido a la disposición de que las entidades participantes en el MONEX deben mantener ofertas (abiertas) en firme de compra y venta de dólares a los tipos de cambio ofrecidos al público en ventanilla. Asimismo, ha colaborado a ese objetivo la acción del Banco Central de permitir un mayor número de participantes en la compra-venta de moneda extranjera en el mercado de MONEX, por medio de la plataforma de Central Directo.

La transición hacia un régimen de flotación se está gestando de manera gradual y ordenada, y cada vez es mayor la percepción de riesgo cambiario asociada con la incertidumbre sobre el comportamiento del tipo de cambio.

La amplitud de la banda cambiaria definida por el Banco Central se ha incrementado progresivamente y el porcentaje al 31 de mayo es de 26,3%, es suficiente para que la cotización de la moneda extranjera pueda fluctuar, como efectivamente lo ha hecho desde el 12 de agosto del 2009.

Con la finalidad de hacer más transparente ante la sociedad la evolución del mercado cambiario, se publican con regularidad los siguientes elementos de información sobre dicho mercado en el sitio web de la Institución:

- i) Las operaciones cambiarias de estabilización intrabanda para moderar volatilidad se publican por semana de forma global y con un rezago de dos semanas.
- ii) Las operaciones cambiarias de intervención del BCCR en bandas se publican en forma global cada viernes, para la semana que concluye ese día.
- iii) Las operaciones cambiarias propias y para el sector público no bancario se publican para cada día de la semana que termina.
- iv) Las transacciones en MONEX en tiempo real (monto y precio) y “mejores” posturas de compra y venta.
- v) Tipos de cambio en “ventanilla” de los intermediarios autorizados.
- vi) Volumen negociado en “ventanilla” de forma agregada (compras más ventas) que se publica semanalmente con un detalle diario.

2.4.2 Próxima etapa para la flexibilidad cambiaria: flotación

No obstante que el régimen de banda cambiaria evidencia la corrección de algunos de los problemas del régimen cambiario previo, tiene la particularidad de que conlleva todavía compromisos con los tipos de cambio de intervención, que limitan el accionar de la política monetaria. Por tanto, el próximo paso para avanzar en la flexibilización cambiaria y, de esta forma, cumplir con uno de los prerrequisitos para ir hacia metas de inflación, es abandonar el régimen de banda cambiaria y adoptar un esquema de flotación.

En ese sentido, el Fondo Monetario Internacional define dos tipos de regímenes cambiarios de flotación: la flotación y la flotación libre. En el primero, el tipo de cambio es determinado en gran medida por el mercado, sin una ruta comprobable o previsible. Puede haber intervención directa o indirecta por parte del banco central en el mercado de divisas para moderar el tipo de cambio y prevenir fluctuaciones indebidas, pero no para establecer una determinada tasa de cambio. Además, el tipo de cambio puede presentar cierta volatilidad, dependiendo del tamaño de los choques que afecten a la economía.

En el segundo, la intervención ocurre solo excepcionalmente, para enfrentar anomalías en las condiciones del mercado y las autoridades facilitan la información que confirma que la intervención se ha limitado a un máximo de tres veces en los seis meses previos, con una duración cada una no mayor a tres días hábiles (la clasificación del FMI de los regímenes cambiarios se presenta en forma resumida en el Recuadro 2).

2.4.3 Criterios de intervención de un banco central en flotación cambiaria

La intervención directa o indirecta es una característica de los regímenes cambiarios de flotación.

La intervención cambiaria se define como las operaciones que realizan los bancos centrales en los mercados cambiarios de contado y a plazo, para influir el nivel o reducir la variabilidad de las cotizaciones, corregir desajustes con respecto a algún valor considerado de equilibrio, proveer liquidez o bien calmar al mercado cuando se estima que existe algún desorden temporal. Además, como se indicó antes, los bancos centrales operan frecuentemente en el mercado cambiario para atender los requerimientos de divisas del sector público o para alcanzar cierta posición de reservas monetarias internacionales, pero estas operaciones no constituyen una intervención.

Las intervenciones en el mercado cambiario constituyen un instrumento de política de los bancos centrales. Particularmente, en el marco de un régimen de metas de inflación, es importante evaluar que esas políticas de intervención cambiaria sean coherentes con el logro de la meta de inflación.

En un esquema de flotación cambiaria, la política de intervención de un banco central debe tener como principal objetivo reducir los desórdenes temporales del mercado y moderar los movimientos en el tipo de cambio que se consideren abruptos. De esta forma se reduciría la volatilidad cambiaria a corto plazo, pero sin interferir en la tendencia del tipo de cambio que dicten las variaciones en las variables fundamentales.

En esa línea, la reducción de la volatilidad cuando el mercado está “desordenado” ayudaría a restablecer la liquidez en moneda extranjera, pues tanto oferentes como demandantes optarían por reingresar al mercado, contribuyendo a reducir los márgenes de intermediación y a incrementar los flujos de negociación de divisas.

Asimismo, la intervención puede tratar de corregir “desalineamientos” del tipo de cambio con respecto al que se considere un nivel de equilibrio de largo plazo.

Recuadro 2. Clasificación de los regímenes cambiarios según criterio del Fondo Monetario Internacional (FMI)

Como parte de su labor de supervisión, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha mantenido un registro, desde julio de 1944 de los arreglos cambiarios de sus países miembros.

Por lo general, este registro se circunscribía a lo que los países informaban formalmente (régimen de *jure*). Sin embargo, a partir de noviembre de 1998, dicho organismo comenzó a publicar una clasificación de los regímenes cambiarios de *facto* (lo que aplica en la práctica).

En setiembre del 2009 el FMI publicó una revisión de la taxonomía utilizada desde finales de los años noventa⁸⁶. Esta nueva clasificación reemplaza la anterior distinción entre la **flotación administrada o dirigida** y la **independiente** por dos nuevas categorías, **flotación y flotación libre** respectivamente; distingue entre las paridades fijas formales y las móviles; y entre los regímenes de estabilización cambiaria y de paridad móvil; elimina la categoría de régimen de banda de fluctuación⁸⁷ e introduce una nueva categoría residual denominada “otro régimen administrado”.

A continuación se presenta una síntesis de las categorías que describen los regímenes cambiarios, de acuerdo con la metodología de clasificación del FMI de setiembre del 2009:

1. Arreglo cambiario sin moneda propia de curso legal

Situación en la que la única moneda de curso legal es la de otro país (dolarización oficial). La adopción de este régimen significa que las autoridades monetarias renuncian totalmente al control de la política monetaria nacional.

⁸⁶Habermeier, K et al (2009). “Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements, IMF Working Paper WP/09/211 y IMF (2009). “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)”, se realizó una traducción libre de este documento.

⁸⁷La categoría “banda de fluctuación” fue eliminada de la actual taxonomía porque muy pocos países la adoptaron en la década pasada. Esa categoría definía el valor de la moneda dentro de ciertos márgenes de fluctuación de por lo menos $\pm 1\%$ en torno a un tipo de cambio central, o bien, la diferencia entre los valores máximo y mínimo del tipo de cambio excedían el 2%. El tipo central y los límites se ajustaban periódicamente a un tasa fija o en respuesta a cambios de determinados indicadores cuantitativos. La banda podía ser simétrica en torno a una paridad central o asimétrica, de no haber un tipo de cambio central preanunciado.

2. Caja de conversión

Es un régimen monetario basado en un compromiso legislativo explícito (confirmación del régimen cambiario de *jure*) de intercambiar moneda nacional por moneda extranjera pactada a cierto tipo de cambio fijo. A su vez, existen restricciones a la emisión monetaria por parte del banco central, con el fin de asegurar el cumplimiento de su obligación legal en materia cambiaria. La moneda está respaldada totalmente por activos externos, lo que elimina las funciones tradicionales de la autoridad monetaria (control monetario y prestamista de última instancia).

3. Paridad fija convencional

El país vincula su moneda de manera formal (*de jure*) a un tipo de cambio fijo, a otra moneda o a una canasta de monedas, lo anterior es de dominio público o bien la paridad debe ser formalmente notificada al FMI.

Las autoridades nacionales están dispuestas a defender la paridad fija mediante una intervención directa (compra y venta de divisas en el mercado) o indirecta (política de tasas de interés vinculada al tipo de cambio, aplicación de regulaciones cambiarias, persuasión moral, etc).

No existe el compromiso de mantener la paridad en forma irrevocable, pero el régimen de *jure* debe confirmarse empíricamente, por lo cual, el tipo de cambio debe fluctuar en un margen estrecho inferior al $\pm 1\%$ en torno a un tipo de cambio central o bien, las diferencias entre las cotizaciones de contado máxima y mínima permanecen dentro de un margen estrecho (a lo sumo 2%) por un periodo de al menos seis meses.

4. Mecanismo de estabilización cambiaria

Es una variante de la paridad fija que, aunque comparte muchas de las características anteriores, permite fluctuaciones puntuales consideradas como “atípicas”. El tipo de cambio permanece dentro de una “pseudobanda” de amplitud máxima de 2% durante al menos seis meses. La clasificación de este régimen exige que se cumpla con un criterio estadístico de estabilidad⁸⁸ y que el tipo de cambio se mantenga estable como resultado de la intervención oficial.

⁸⁸El margen de estabilidad en torno al 2% debe ser confirmado mediante el uso de técnicas estadísticas. No obstante, el FMI no especifica en su documento cuál de ellas utiliza.

5. Paridad fija dentro de una banda horizontal

Este régimen cambiario requiere una declaratoria *de jure* por parte de las autoridades. El valor de la moneda externa de referencia se mantiene dentro de márgenes de fluctuación de por lo menos $\pm 1\%$ alrededor de una paridad central, o bien, el margen entre los valores máximo y mínimo del tipo de cambio supera el 2%.

6. Paridad ajustable o deslizante

Las autoridades declaran un régimen cambiario *de jure*. El valor de la moneda extranjera es objeto de ajustes de pequeña magnitud, a una tasa fija o en respuesta a los cambios de ciertos indicadores cuantitativos, tales como los diferenciales de la inflación pasada con respecto a la de los principales socios comerciales, la brecha entre la inflación fijada como meta y la inflación esperada para los principales socios comerciales. La pauta de ajuste en el tipo de cambio puede fijarse de forma retrospectiva (según la inflación registrada) o prospectiva (diferenciales de inflación proyectados). Las normas y parámetros del régimen deben ser de dominio público o bien ser notificados formalmente al FMI.

7. Paridad móvil con tendencia

El tipo de cambio debe permanecer dentro de un margen estrecho de 2% con respecto a una tendencia estadísticamente identificada durante al menos seis meses, aunque se permite una cantidad determinada de cotizaciones "atípicas" en los que el tipo de cambio toma valores extremos sin que ello implique que el régimen cambiario sea considerado como de flotación.

Se exige una tasa mínima de variación superior a lo admitido en los mecanismos de estabilización cambiaria o bien, una variación porcentual anualizada del tipo de cambio de al menos 1% y que se observe una apreciación o depreciación continua de la moneda local.

8. Flotación

El tipo de cambio es en gran medida determinado por el mercado, sin que predomine una trayectoria determinable o previsible. La intervención en el mercado de divisas por parte del banco central puede ser directa o indirecta, y sirve para moderar las variaciones en el tipo de cambio de forma que se eviten fluctuaciones excesivas; no obstante, las políticas encaminadas a lograr un valor específico para el precio de la divisa son incompatibles con el arreglo cambiario de flotación.

El régimen de flotación puede mostrar mayor o menor volatilidad cambiaria dependiendo de la magnitud de los "choques" que afectan a la economía.

9. Flotación Libre

En este esquema cambiario la intervención sucede en casos excepcionales y con el propósito de subsanar desórdenes en las condiciones del mercado cambiario. Las autoridades deben brindar la información que confirme que las intervenciones han sido limitadas como máximo a tres ocasiones dentro de los seis meses previos, y que en ningún caso el episodio de intervención duró más de tres días hábiles.

10. Otros arreglos de administración cambiaria

Categoría residual que se utiliza cuando el régimen cambiario no reúne los elementos constitutivos previos.

En el Informe Anual sobre Regímenes de Cambio y Restricciones Cambiarias (AREAER, por sus siglas en inglés), que incorporó información de abril del 2008 a febrero del 2009, el FMI clasificó el régimen cambiario *de facto* de Costa Rica en esta categoría. Sin embargo, es importante señalar que dicha clasificación no consideró el período en que el tipo de cambio ha flotado libremente (a partir del 12 de agosto del 2009).

Un banco central puede intervenir comprando o vendiendo divisas en el mercado de contado, con reglas que pueden o no ser anunciadas ex-ante a los intermediarios y público en general. De ocurrir este último caso, una vez finalizada la intervención, debe informarse al público (este procedimiento es utilizado en Chile y Perú, por ejemplo).

Por otra parte, debe procurarse que la intervención sea poco frecuente para consolidar la confianza del mercado en el compromiso oficial con la flotación cambiaria y procurar que cuando se presente la intervención en el mercado cambiario sea esterilizada⁸⁹ para no alterar las condiciones de liquidez en la economía

En el caso de Costa Rica, la intervención del BCCR se podría realizar en el mercado MONEX durante la jornada de negociación, con operaciones de contado⁹⁰. En este mercado, el BCCR transmite las señales de la política cambiaria y es donde se puede ejercer una influencia más directa sobre las expectativas de los agentes económicos.

2.4.4 Acciones para poner en funcionamiento un esquema de flotación cambiaria en Costa Rica

Seguidamente se detallan las acciones que debe realizar el BCCR para migrar del esquema cambiario actual a uno de flotación, dado el avance en el proceso de flexibilización cambiaria iniciado con la adopción del régimen de banda cambiaria.

El paso hacia la flotación abrirá mayor espacio para que las fuerzas del mercado determinen el tipo de cambio, lo que paulatinamente propiciará que la intervención del BCCR se circunscriba a reducir la volatilidad cambiaria

⁸⁹La esterilización se efectúa mediante operaciones de mercado abierto compensatorias que buscan dejar inalterada la base monetaria.

⁹⁰Aunque no se descarta que el Banco Central pueda realizar intervenciones por otros medios, como subastas o en los mercados de derivados cambiarios, al igual que ocurre en algunos países.

a corto plazo, sin interferir en la tendencia del tipo de cambio que dicten las variaciones en los fundamentales económicos.

Para instituir un esquema de flotación cambiaria la Junta Directiva del BCCR debe aprobar por mayoría de cinco de sus miembros el abandono del régimen de banda cambiaria vigente⁹¹ y simultáneamente, acordar la adopción de un esquema de flotación cambiaria, en el que se definan los objetivos, instrumentos y mecanismos de intervención que pretende utilizar, para el buen desempeño del mercado cambiario nacional.

La decisión del Banco Central deberá ir acompañada de los cambios reglamentarios, normativos, operativos y tecnológicos requeridos para la realización eficiente de las operaciones de contado y de derivados, por parte de los intermediarios cambiarios y del público en general.

Para el funcionamiento del régimen de flotación la Junta Directiva debe definir los límites dentro de los cuales actuará la Administración del Banco, en cuanto a la política de compra-venta de divisas en el mercado cambiario. En esa dirección, podrá determinar esas políticas y decidir si éstas se harán con reglas discrecionales, si serán anunciadas y si la intervención será permanente o esporádica.

La adopción de políticas de intervención por parte del Banco Central requiere que esta Institución determine los mecanismos para efectuar las intervenciones. La experiencia de otros bancos centrales sugiere la utilización de subastas de moneda extranjera, subastas de derivados cambiarios, compra y venta directa de divisas y compra y venta de títulos en dólares. Asimismo, se debe revisar el mecanismo de compra-venta de moneda extranjera por parte del sector público no bancario, de forma que sus divisas puedan gestionarse mediante subastas o bien

⁹¹Según lo dispone el literal a) del artículo 28 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.

directamente en el mercado mediante la participación por cuenta y riesgo de las instituciones públicas⁹².

En una etapa posterior deberán efectuarse modificaciones para aumentar el grado de integración y competencia en los mercados donde se negocia moneda extranjera, tanto de contado como de derivados cambiarios.

Finalmente, se requiere que el Banco Central mantenga una comunicación permanente y cada vez más estrecha con el público en general, para mejorar la transmisión y efectividad de las políticas macroeconómicas.

2.4.5 Tareas pendientes para avanzar hacia la flotación

Para avanzar hacia la flotación, se requiere que el Banco Central diseñe un esquema integral de intervención en el mercado con reglas claras y que responda a objetivos predefinidos y claramente comunicados a los agentes económicos.

Asimismo, es importante que propicie el desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario, para contrarrestar los efectos negativos que una fluctuación de la tasa de cambio puede generar en el estado de pérdidas y ganancias de los agentes económicos.

Como complemento a esos requerimientos, los márgenes de intermediación cambiaria deben reducirse pues aún son significativos, a pesar de las acciones del Banco Central de Costa Rica para promover una mayor participación dentro del mercado cambiario. La mayor flexibilidad cambiaria, aunada a los avances logrados en materia del control diario de la liquidez (que se comentan en el siguiente capítulo), contribuirá a crear las condiciones para el uso de la tasa de interés como el principal mecanismo de transmisión de las acciones de política monetaria, lo cual finalmente es de esperar contribuirá a lograr un mayor control de la inflación.

⁹²Esto implicaría una reforma legal, pues el artículo 89 de la Ley Orgánica del Banco Central que regula las transacciones cambiarias del sector público no bancario, establece que: "Las instituciones del sector público no bancario efectuarán sus transacciones de compra-venta de divisas por medio del Banco Central o de los bancos comerciales del Estado, en los que éste delegue la realización de tales transacciones. En todo caso, estas transacciones se realizarán a los tipos de cambio del día, fijados por el Banco Central de Costa Rica para sus operaciones."

Capítulo 3: Avances en la gestión de la liquidez realizada por el BCCR

3.1 La gestión de la liquidez en un contexto de metas de inflación

En el capítulo 2 de este informe, se reseñó la experiencia costarricense en el proceso de flexibilización cambiaria, tema relevante para migrar hacia el régimen de metas de inflación. En este apartado se desarrolla otro tema fundamental para alcanzar ese objetivo, la gestión de la liquidez.

3.1.1 Gestión de liquidez y la tasa de interés como instrumento de política monetaria

La gestión de la liquidez consiste en las acciones que realizan los bancos centrales para equilibrar la oferta y demanda de reservas bancarias.

Como parte de esta tarea, se debe pronosticar la posición neta de liquidez del sistema financiero, considerando tanto los requerimientos de los intermediarios financieros como los flujos netos de efectivo originados por factores fuera del control del banco central (factores autónomos). Con base en esta estimación, los bancos centrales usan sus instrumentos de política monetaria para tratar de que el mercado de reservas bancarias se ubique en un nivel consistente con el objetivo operativo que, por lo general, suele ser la tasa de interés de corto plazo.

La frecuencia de la intervención depende del grado de volatilidad de los factores autónomos de creación de dinero primario y del margen de error en el pronóstico de los requerimientos de liquidez de sistema.

Una gestión activa de la liquidez es necesaria para guiar la tasa de interés interbancaria (tasa promedio a la cual los bancos realizan operaciones entre sí) a la tasa de política monetaria establecida por el banco central y,

de esta forma, incidir en las tasas de interés activas y pasivas de mediano y largo plazo, que son las que influyen en los planes de consumo e inversión de los agentes económicos y, por tanto, en la evolución de la demanda agregada (de bienes y servicios) y en la inflación.

Adicionalmente, los cambios en la tasa de interés de política del banco central envían a los mercados un mensaje sobre el endurecimiento o relajamiento de la política monetaria. Los movimientos en dicha tasa se transmiten rápidamente a los precios, vía las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

En todo caso, aún si no tiene una política explícita de tasas de interés, la gestión de la liquidez es una parte esencial de las operaciones monetarias de cualquier banco central, porque permite reducir la volatilidad a corto plazo en las tasas de interés, que surgen como consecuencia de las fluctuaciones en la liquidez, las cuales no solo afectan la efectividad de la política monetaria, sino también pueden incidir negativamente en el funcionamiento del sistema financiero.

3.1.2 Instrumentos empleados para administrar la liquidez

La gestión de la liquidez está relacionada estrechamente con el diseño de los instrumentos de política monetaria. Los instrumentos empleados por los bancos centrales han evolucionado en el tiempo, de acuerdo con las condiciones del sistema financiero, pasando de una situación en la que prevalecía el uso de mecanismos de control directo (encajes, límites al crédito y a las tasas de interés, por ejemplo) a una en la que se privilegian los medios de control indirecto (especialmente, operaciones de mercado abierto).

En la actualidad, la mayoría de bancos centrales utiliza una combinación de tres instrumentos básicos para administrar la liquidez de la economía: facilidades crediticias y de depósito, requerimientos de encaje y operaciones de mercado abierto (OMA)⁹³, aunque por lo general el mayor peso de las acciones de política recae sobre este último instrumento, debido a su flexibilidad (pueden realizarse frecuentemente en la cantidad requerida y por iniciativa del Banco Central).

Las OMA se realizan con el propósito de administrar la liquidez de los intermediarios financieros (por lo general bancos)⁹⁴, comunicar las intenciones de política del banco central y guiar las tasas de interés en el corto plazo hacia el nivel que el banco central estima apropiado para alcanzar el objetivo de inflación. Dentro de las operaciones orientadas a administrar la liquidez, se distingue entre las de afinamiento (empleadas para calibrar las condiciones del mercado día a día), las que se aplican para proveer liquidez en un horizonte más largo y aquellas utilizadas para inducir una insuficiencia neta de liquidez en la economía⁹⁵.

Estas operaciones pueden realizarse tanto en el mercado primario, mediante nuevas emisiones de títulos valores gubernamentales o valores propios, como en el secundario. No obstante, la negociación en este último mercado ofrece al banco central mayor flexibilidad especialmente para gestionar la liquidez en el muy corto plazo, sin tener que emitir una mayor cantidad de deuda bonificada. Las operaciones en el mercado

secundario incluyen los depósitos y préstamos garantizados, transacciones directas en determinados activos, intercambios (swaps) de divisas y reportos.

Los reportos constituyen en la actualidad el mecanismo preferido de los bancos centrales para administrar la liquidez de la economía. Esta figura consiste en un contrato mediante el cual el vendedor traspasa en propiedad títulos valores por un determinado precio al comprador, con el compromiso de recomprarlos a un precio específico en un tiempo determinado.

Cuando el objetivo del banco central es inyectar liquidez temporalmente, efectúa una compra de valores en reporto, mientras que si lo que requiere es retirar liquidez del mercado, realiza una venta en reporto.

Los reportos presentan ventajas en comparación con la venta y compra definitiva de títulos, que explican su aceptación por parte de los bancos centrales. Entre otros, permiten absorber o inyectar liquidez en forma temporal, dependiendo de los requerimientos de la economía, no producen un impacto directo sobre el precio de los valores utilizados en la transacción y hacen posible romper la relación entre el plazo de vencimiento del título objeto del reporto y el plazo de vencimiento de la transacción.

3.2 Estrategia propuesta para la gestión de liquidez en Costa Rica

La mayoría de los países que han adoptado un régimen monetario de metas de inflación utilizan la tasa de interés de corto plazo como instrumento principal para la ejecución de su política monetaria. Dicha estrategia permite comunicar los cambios en la política monetaria mediante modificaciones en el costo de la liquidez interbancaria. Para que este mecanismo de transmisión sea efectivo se deben cumplir algunas condiciones.

⁹³Las operaciones de mercado abierto consisten en la compra y venta de valores por parte del banco central, con el fin de regular la liquidez de la economía.

⁹⁴ Si bien estas operaciones se realizan con los intermediarios financieros que integran el sistema financiero, dado que en su mayoría se realizan con bancos comerciales en adelante se utilizará "bancos" para referirse a este tema.

⁹⁵La gestión de la liquidez realizada por el banco central se facilita cuando existe un déficit estructural de liquidez, porque bajo esas condiciones, las entidades depositarias (por lo general, bancos) requieren tomar prestado del banco central las reservas necesarias para liquidar los pagos originados en sus transacciones cotidianas, lo cual le permite a la autoridad monetaria fijar el precio (tasa de interés) al cual ofrecerá la liquidez.

Para el caso costarricense, la migración gradual hacia metas de inflación requiere, entre otros elementos, aplicar una serie de acciones para mejorar este canal de transmisión, dado que el vínculo entre las tasas de interés de los instrumentos de corto plazo del BCCR y la tasa de interés de los bancos comerciales aún es débil.

Asimismo, deben crearse las condiciones para que el BCCR pueda controlar la liquidez en el mercado de dinero y de esa forma se logre que la tasa de interés promedio de las operaciones en el mercado de dinero a un día plazo se sitúe en un nivel cercano al de la tasa de interés de política monetaria (TPM).

Hasta la fecha la intervención del BCCR en los mercados de dinero ha sido “pasiva”, limitándose al suministro de liquidez en el Mercado Interbancario de Dinero (MIB) de la Bolsa Nacional de Valores y posteriormente el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), a solicitud de los entes bancarios y en la captación de depósitos, sin discriminación de monto, tanto en el extinto Sistema de Inversiones de Corto Plazo como en la plataforma de Central Directo que inició en setiembre del 2006.

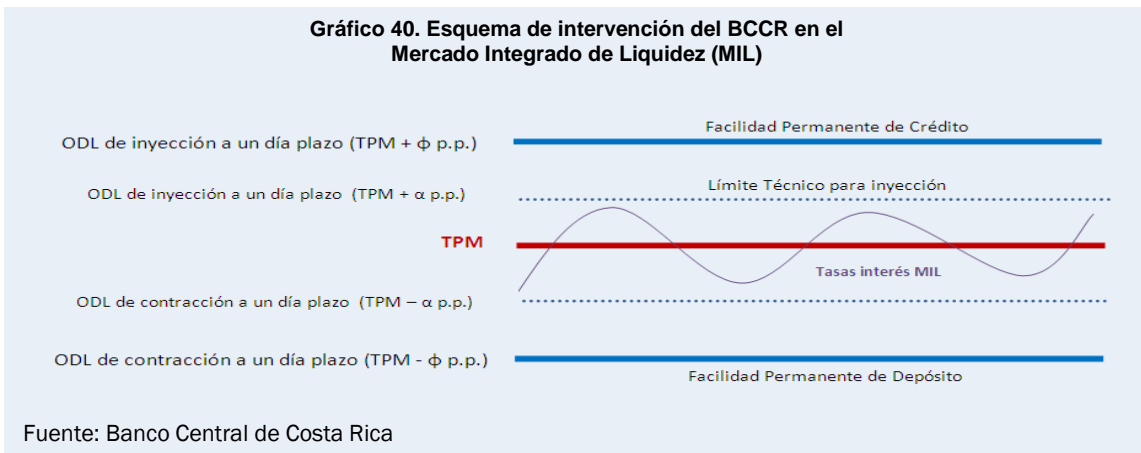
Además, el BCCR no ha contado con instrumentos diseñados específicamente para efectuar el afinamiento monetario, pues realiza tanto el control monetario como la gestión de su deuda, mediante la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM).

Este procedimiento no sólo afecta la formación correcta del precio de la liquidez en el mercado financiero, sino que genera un dilema para la institución en el establecimiento de las tasas de interés. Esto por cuanto las operaciones de contracción monetaria pueden llevar a aumentos en las tasas de interés que implican mayores costos por concepto de su deuda, pero, por otra parte, si el Banco no capta los montos requeridos, para no afectar el costo de su deuda, dejaría recursos en exceso en el sistema que podrían comprometer la meta inflacionaria.

Dadas las limitaciones de la estrategia actual de control monetario, el BCCR ha venido trabajando en el diseño de un nuevo esquema para la administración de la liquidez sistémica en moneda local, con el cual pretende tener las herramientas adecuadas para realizar una intervención activa en el mercado de dinero.

Dicho esquema se basa en un corredor de tasas de interés establecido a partir de la tasa de política monetaria (TPM), cuyo precio máximo estará determinado por la tasa de interés de la facilidad de crédito permanente a un día plazo del BCCR en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), mientras que el precio mínimo, corresponderá a la tasa de interés de una facilidad permanente de depósito a un día plazo que habilitará el BCCR en dicho mercado de negociación. Según el diseño propuesto, ambas tasas de interés conformarán un corredor simétrico a partir de la TPM, sujetas a una penalización (ϕ).

Gráfico 40. Esquema de intervención del BCCR en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL)



Con el objetivo de reducir la volatilidad de la tasa promedio diaria del mercado de dinero, el BCCR intervendrá diariamente para inyectar o drenar liquidez mediante Operaciones Diferidas de Liquidez (ODL) a un día plazo, según requieran las condiciones en el MIL. El propósito de dicha intervención será evitar que el desvío de la tasa de interés promedio del MIL a un día respecto a la TPM supere un límite técnico establecido de previo (α).

Como mecanismos de apoyo, el BCCR proveerá liquidez mediante ODL a siete días en períodos donde se detecten faltantes transitorios de recursos en el mercado y drenará recursos a 7 y 14 días mediante un instrumento diseñado para ese propósito.

3.3 Requisitos para establecer la nueva estrategia de control de liquidez

La evidencia internacional señala que los requisitos fundamentales para que esta estrategia de control monetario brinde resultados satisfactorios y contribuya a fortalecer el mecanismo de transmisión de tasas de interés, son los siguientes:

a. Contar con un modelo (efectivo) para predecir el comportamiento de la liquidez.

Los modelos de control de liquidez basados en la intervención del banco central en los mercados de dinero requieren de un modelo de proyecciones de la liquidez sistémica, que permita determinar el sentido y la magnitud de tales intervenciones.

En línea con este requerimiento, los bancos centrales utilizan modelos para proyectar las principales fuentes de creación y contracción de liquidez, mantienen un contacto cercano con los encargados de las tesorerías de las instituciones financieras y establecen mecanismos de coordinación con las oficinas gubernamentales encargadas de la gestión de las finanzas públicas.

b. Establecer una tasa de interés “parámetro” para determinar el precio de la liquidez sistémica.

En el contexto de las metas de inflación, la estrategia de control monetario empleada por la mayoría de los bancos centrales, consiste en utilizar una tasa de interés de referencia para guiar el costo de la liquidez interbancaria e indicar el tono de la política monetaria.

Esta tasa de referencia suele ser la tasa de política monetaria (definida por lo general como la tasa de interés de intervención del banco central en el mercado de dinero a un día plazo), la cual se emplea para establecer las tasas de interés de las facilidades de crédito y depósito, formando así un corredor de tasas de interés para el afinamiento de la política monetaria.

c. Diseñar una operativa integral para el control de la liquidez

Los bancos centrales que utilizan este esquema de control cuentan usualmente con sistemas informáticos diseñados específicamente para el seguimiento y ejecución de sus operaciones de afinamiento monetario.

Asimismo, utilizan una serie de instrumentos de captación e inyección para el control monetario, que son colocados por medio de subastas de corta duración, realizadas en horarios predeterminados.

En algunos países con mercados financieros profundos, los instrumentos son negociables, lo que permite crear liquidez en el medio financiero sin dejar de controlar la disponibilidad de recursos en el corto plazo.

d. Crear las condiciones adecuadas para la intervención del banco central en el mercado de dinero

La intervención de los bancos centrales en el mercado de dinero es exclusivamente para el control monetario. Dichos entes participan activamente drenando o suministrando

liquidez cuando el sistema lo requiere, fundamentando su intervención en los resultados del modelo de pronóstico de liquidez.

En el esquema más utilizado, la intervención se efectúa a un día plazo; no obstante, hay bancos centrales cuya participación en el mercado de dinero es por espacios mayores, sin sobrepasar los 30 días naturales.

e. Entorno macroeconómico favorable

La estabilidad macroeconómica es fundamental para que la liquidez sistémica no presente variaciones inesperadas y abruptas que dificulten el control monetario.

En línea con lo anterior, es deseable que exista estabilidad (predictibilidad) de las finanzas públicas, para evitar fluctuaciones de liquidez originadas en movimientos no programados del saldo de depósitos del Gobierno en el banco central.

Asimismo, es preciso establecer un régimen flexible de tipo de cambio, con el fin de reducir al máximo las fluctuaciones en la liquidez originadas en operaciones de carácter cambiario. Ambas condiciones (estabilidad fiscal y ausencia de de intervención cambiaria) contribuyen a mejorar la predicción del comportamiento de la liquidez.

No obstante, aún bajo estas circunstancias, es posible que el entorno macroeconómico no sea tan estable como se requiera, debido al efecto de la economía internacional sobre la local. Por tanto, debe existir la capacidad para adaptarse a las fluctuaciones de la liquidez, poder predecir en el corto plazo su comportamiento con los modelos disponibles e intervenir en el mercado cuando sea necesario.

3.4 Avances en la adopción de la nueva estrategia de control de liquidez

El BCCR inició el diseño de la nueva estrategia de control monetario en el 2007, como parte del proyecto estratégico de migración gradual hacia un esquema monetario de metas de

inflación. A la fecha, los principales avances en la adopción de dicha estrategia son:

a. Separación de las operaciones para la administración de la deuda del BCCR de aquellas requeridas para el control monetario

Como punto de partida para el control independiente de la liquidez sistémica, la Junta Directiva del Banco Central aprobó el 23 de abril del 2008, las “Políticas Generales para la Administración de Pasivos”.

Estas políticas incorporan un marco regulatorio donde se establecen los lineamientos específicos para la administración del tramo de liquidez, en el cual las operaciones del BCCR están diseñadas exclusivamente para el afinamiento de la política monetaria.

Estas políticas generales diferencian las operaciones para el control monetario de aquellas requeridas para la administración de la deuda de largo plazo del BCCR, lo que facilita el cumplimiento individual de los objetivos de cada tramo de pasivos.

b. Cambios en la normativa

En abril del 2008, el Directorio aprobó una modificación al Título IV de las Regulaciones de Política Monetaria, con el fin de establecer las pautas para la intervención del BCCR en los mercados de dinero, específicamente el MIL. Posteriormente, en febrero del 2009 autorizó una modificación al Título III de estas regulaciones, que incorporó los siguientes cambios en el control del encaje mínimo legal (EML):

- i) Aumentó el desfase del control del EML a dos quincenas naturales en lugar de 5 días, como funcionaba previamente. Ello permite conocer, con antelación y plena certeza, el monto que cada entidad financiera debe trasladar al BCCR por este concepto.

- ii) Dispuso que las entidades sujetas al EML pueden mantener un saldo de depósitos en el BCCR correspondiente al 97,5% de dicho requerimiento, en cada uno de los días de la quincena de control, con lo cual el porcentaje diario de retiro permitido se redujo del 10% al 2,5%.

Esta medida pretende disminuir la volatilidad diaria de los depósitos por EML y contribuir así a minimizar los errores de proyección de la liquidez. Además, facilita la labor de las tesorerías de los bancos, toda vez que les permite conocer con anticipación el monto que deben trasladar al BCCR por concepto del encaje mínimo legal.

- iii) En diciembre del 2009 el BCCR decidió permitir a los bancos, depositar fondos en esta Institución únicamente a plazos de 270 y más días, ello con la idea de estimular el traslado de recursos “ociosos” hacia instrumentos de deuda de largo plazo.

Estas medidas son parte de la estrategia de “secar” el mercado de liquidez y con ello propiciar que el costo de la liquidez esté determinado por la TPM.

El éxito de estas medidas ha sido relativo pues en los tres primeros meses si se observó un incremento en el costo medio de la liquidez interbancaria. En abril y mayo, luego de los vencimientos de inicios de abril, nuevamente hubo exceso de liquidez y en consecuencia una caída en la tasa de interés en los mercados de dinero

Las modificaciones indicadas han generado efectos positivos en la estimación de la liquidez sistémica, pues aumentaron la certeza sobre la demanda de reservas de las entidades sujetas al requerimiento de encaje mínimo legal.

En marzo del 2010, la Junta Directiva aprobó nuevamente un cambio en el Título III de las Regulaciones de Política Monetaria, conforme al cual las operaciones en los mercados organizados de dinero, constituidas a 14 días o menos por los entes supervisados por SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE, están exentas del cumplimiento del encaje mínimo legal⁹⁶.

Este cambio, que entrará en vigencia a partir del 1° de julio del 2010, pretende eliminar distorsiones en la formación del precio de la liquidez en el MIL⁹⁷ e incentivar a su vez la participación de los intermediarios financieros en dicho mercado.

c. Inicio del Mercado Integrado de Liquidez (MIL)

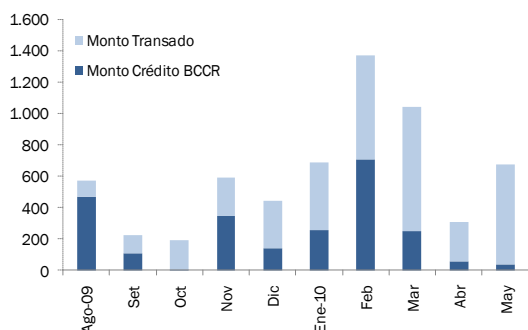
El MIL inició operaciones el 4 de agosto del 2009 y constituye una plataforma de negociación en la cual pueden participar las entidades supervisadas por la SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE. Dichas entidades pueden administrar sus fondos en este mercado mediante las “Operaciones Diferidas de Liquidez”, que corresponden a instrumentos para la compra o venta de liquidez, con y sin colateral, a plazos iguales o menores a los 90 días.

Este mercado ha facilitado el intercambio de recursos líquidos entre las entidades financieras participantes y ha constituido un canal conductor de la liquidez entre el BCCR y los entes con requerimientos de recursos.

⁹⁶Con ello se espera que el costo efectivo de los recursos en el mercado de dinero no responda al tratamiento diferenciado que se les brinda a los deudores en función del encaje que se les aplique, sino más bien a consideraciones relacionadas con la percepción de riesgo.

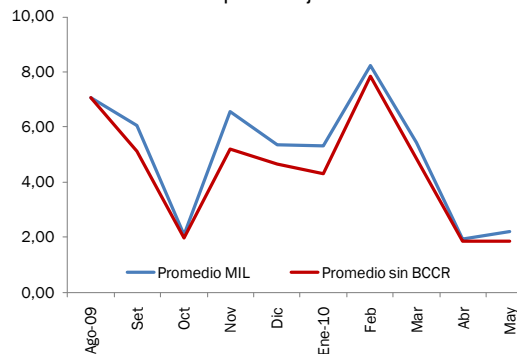
⁹⁷El costo efectivo del crédito obtenido en el MIL varía dependiendo de si el mismo es provisto por el BCCR u otro de los participantes, dado que los fondos prestados por estos últimos están sujetos a encaje, mientras que los del BCCR no. Como el mercado es “anónimo”, no es posible saber a priori cuál va a ser el costo efectivo de la operación.

Gráfico 41. Monto total transado y crédito otorgado por el BCCR en MIL en colones
-en miles de millones de colones-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 42. Tasas de interés promedio en el MIL en colones
-en porcentajes-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Desde agosto del 2009 hasta el 31 de mayo del 2010 se han realizado operaciones en el MIL en colones por ₡6,22 billones, de los cuales el 38,8% corresponden a recursos suministrados por el BCCR a las entidades participantes.

Los principales participantes en el MIL han sido las entidades bancarias, las cuales migraron del Mercado Interbancario de Dinero (MIB) de la Bolsa Nacional de Valores hacia el mercado organizado por el BCCR.

Adicionalmente, han participado esporádicamente las empresas financieras no bancarias, cooperativas, mutuales y puestos de bolsa.

Las tasas de interés en el MIL en colones desde su origen han sido volátiles y han respondido, principalmente, a la evolución de las condiciones de la liquidez sistémica y a los requerimientos puntuales de recursos de algunos intermediarios.

Por su parte, el MIL en dólares ha sido menos activo; entre el 4 de agosto del 2009 y el 31 de mayo de 2010 se han transado EUA\$932,71 millones. La tasa de interés de este mercado de negociación han sido bajas, emulando el costo de la liquidez en el mercado internacional y la mayor disponibilidad de moneda extranjera en el mercado local.

d. Diseño del Ejercicio Diario de Seguimiento de la Liquidez

La estimación diaria del monto de intervención del banco central en los mercados de dinero constituye uno de los pilares para consolidar la tasa de interés de corto plazo como el principal instrumento de política monetaria. Lo anterior por cuanto se requiere tener controlada la liquidez del sistema para evitar cambios bruscos en las tasas de interés del mercado que envíen señales confusas acerca del tono de la política monetaria.

Con este propósito, el BCCR diseñó un sistema de pronósticos para el comportamiento de la liquidez diaria, denominado Ejercicio Diario de Seguimiento de Liquidez (EDSL). Este modelo de proyecciones indica el sentido y la magnitud de la intervención diaria en el MIL, requerida por el BCCR para mantener la tasa de interés promedio a un día plazo en los linderos de la TPM.

Tal y como se realiza en otros bancos centrales, el EDSL se basa en las identidades monetarias fundamentales, a partir de las cuales se efectúa una proyección de las principales fuentes y usos de liquidez.

Una vez determinada la cantidad por ofrecer de liquidez, se contrasta con la cantidad demandada de reservas bancarias, lo que

proporciona el monto de intervención requerido por el BCCR para mantener las condiciones de liquidez controladas y evitar desvíos no deseados de la tasa de interés de mercado respecto a la TPM.

Si bien el BCCR aún no interviene activamente en el mercado de liquidez, se espera que en el corto plazo, suministre o drene liquidez de acuerdo con las proyecciones del EDSL, cuando los desvíos de la tasa promedio de las operaciones pactadas respecto a la TPM lo ameriten.

Esta intervención activa no solo contribuirá a mejorar el canal de transmisión de la tasa de interés, sino que facilitará la integración del mercado de dinero y la formación del precio de la liquidez.

e. Reducción del saldo de recursos líquidos

Los bancos centrales que utilizan estrategias similares a la propuesta para el caso costarricense, procuran mantener controlada la liquidez interbancaria, de tal forma que los faltantes o excesos del capital de trabajo sean canalizados al banco central mediante los instrumentos de corto plazo para suministrar o drenar liquidez.

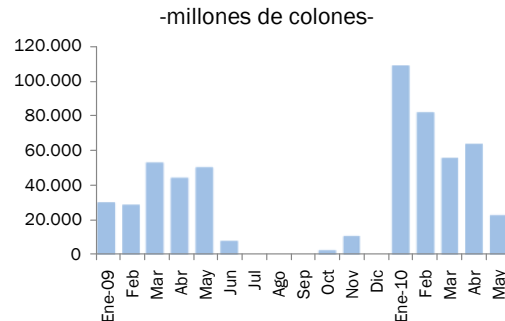
En línea con este objetivo, los bancos centrales procuran que el saldo de recursos líquidos sea el necesario para que las entidades financieras realicen su gestión de tesorería en la jornada y canalicen los recursos en exceso hacia opciones de mayor plazo, para no generar presiones adicionales sobre la tasa de interés de muy corto plazo.

El sistema financiero costarricense se ha caracterizado por mantener una cantidad considerable de sus disponibilidades en instrumentos de muy corto plazo, de los cuales una porción significativa se estima no corresponde a “capital de trabajo”, sino que es ahorro financiero.

Como un esfuerzo por crear condiciones más adecuadas para la intervención diaria en el MIL, el BCCR incrementó su captación de

enero a mayo del 2010, con el fin de trasladar un porcentaje de los recursos líquidos de los bancos comerciales, mutuales y empresas financieras no bancarias, concentrado en encaje excedente y Depósitos Electrónicos a Plazo, hacia instrumentos del BCCR con vencimiento de 270 días o más.

Gráfico 43. Colocación de BEM en subasta y ventanilla



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En los primeros cinco meses del 2010 el BCCR captó ₡327.280 millones mediante la colocación de BEM, monto superior en unos ₡127.000 millones a la colocación efectuada en el mismo período del 2009⁹⁸. En contraste, el saldo de los DEP a 270 días o más registró una disminución en los primeros cinco meses del presente año.

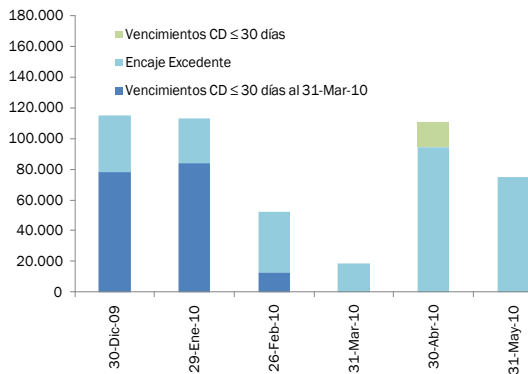
En apoyo a este esfuerzo por incrementar la captación del BCCR en instrumentos con vencimiento de 270 días o más, la Administración del Banco aprobó el 10 de febrero del 2010 la apertura de una “ventanilla” para la captación de BEM, así como varias modificaciones para la constitución de nuevos DEP por parte de los bancos comerciales, mutuales y empresas financieras no bancarias.

⁹⁸La menor colocación relativa de BEM en el primer cuatrimestre del 2009 se debió en gran parte a que en ese período el BCCR vendió dólares para defender la banda cambiaria, y eso redujo los requerimientos de absorción vía BEM, mientras que en el 2010 el BCCR no ha realizado operaciones de intervención en el mercado cambiario.

En particular, determinó que dichas entidades podrían constituir nuevos DEP sin límite de monto, pero únicamente a 270 días o más. Con esta medida se esperaba que estas entidades financieras trasladaran una parte significativa de los vencimientos de DEP en Central Directo hacia los instrumentos de mayor plazo (ya sean BEM o DEP).

Producto de las acciones anteriormente señaladas, el saldo de recursos líquidos registró una disminución significativa al cierre del primer trimestre del 2010; no obstante, debido a la captación parcial de los vencimientos de BEM programados en abril del 2010, dicho saldo registró de nuevo un incremento, el cual se espera eliminar en los próximos eventos de colocación de instrumentos a 270 o más días.

Gráfico 44. Recursos líquidos de los bancos, mutuales y empresas financieras no bancarias
-millones de colones-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

f. Ausencia de creación/contracción de liquidez por operaciones cambiarias

El comportamiento del tipo de cambio observado desde agosto del 2009 (comentado en el capítulo anterior), eliminó los flujos de liquidez originados en las operaciones cambiarias del BCCR en defensa de la banda cambiaria.

Esta situación no solo le permite al BCCR un mayor espacio para ejecutar su política monetaria, sino que incrementa la predictibilidad del EDSL.

3.5 Tareas Pendientes

Las acciones en materia monetaria en los últimos tres años han permitido crear condiciones cada vez más propicias para iniciar una intervención activa del BCCR en los mercados de dinero y así poder consolidar a la tasa de interés de corto plazo como el principal instrumento de política, en el contexto de metas de inflación. No obstante, quedan aún tareas pendientes por realizar, dentro de las que destacan las siguientes:

a. Redefinir la TPM

En la actualidad, la TPM es la tasa de interés de las operaciones activas a un día plazo del BCCR en los mercados de dinero. Dada la operativa del MIL, esta tasa de interés corresponde al costo más alto de la liquidez en el mercado.

Sin embargo, de conformidad con la dinámica de intervención propuesta para el BCCR en el mercado de dinero, la TPM debe ser la tasa de referencia para establecer el precio de la liquidez, tanto en los periodos de excesos como en los episodios de faltantes de recursos líquidos en el sistema.

Por tanto, debe la TPM debe redefinirse para que se transforme en la tasa de referencia utilizada para determinar las tasas de intervención del BCCR en sus operaciones de inyección o contracción de liquidez a un día plazo en el MIL.

b. Corredor de tasas de interés

En la actualidad existe un “techo” para el costo de la liquidez, determinado por la tasa de interés de los créditos otorgados por el BCCR en MIL. Por su parte, el “piso” del corredor actual es cero, pues el BCCR no reconoce ninguna remuneración por los depósitos constituidos en encaje excedente y limitó la posibilidad de que los bancos comerciales, las financieras privadas y las mutuales de ahorro y préstamo coloquen depósitos a 1 día plazo (DON).

Como resultado de lo anterior, el corredor de tasas de interés actual tiene un margen de variación de 9 p.p. para la tasa de interés promedio de las operaciones del MIL, lo que dificulta la transmisión de las señales de política monetaria que podrían originarse en cambios en la TPM.

Para que el mecanismo de transmisión opere adecuadamente se requiere reducir dicho margen y establecer por ende, una facilidad de depósitos remunerada, a partir de la nueva definición de la TPM.

Los bancos centrales que emplean un esquema de control monetario en el que la tasa de interés de corto plazo es el principal instrumento de la política monetaria, suelen vincular el corredor de tasas de interés de las facilidades permanentes de crédito y depósito a la TPM, pues ello genera un margen de variación más reducido que el banco central puede administrar sin enviar señales erróneas de política monetaria.

En línea con lo anterior, para avanzar con el esquema propuesto, se debe incorporar una facilidad de depósito en el MIL a un día plazo y establecer un parámetro inicial para determinar las tasas de interés de las facilidades de crédito y depósito (ϕ). Dicho parámetro debe permitir reducir la volatilidad de las tasas promedio del MIL, sin que ello desincentive el normal funcionamiento de las transacciones entre los entes financieros participantes en dicho mercado.

c. Creación de instrumentos de captación a 7 y 14 días como apoyo al control monetario

Si bien la estrategia de control monetario está fundamentada en operaciones de contracción e inyección de recursos a un día plazo, se requiere de instrumentos de apoyo para inmovilizar liquidez a plazos superiores, pues

un porcentaje considerable de los recursos líquidos de los entes financieros corresponde a capital de trabajo que no requiere un uso inmediato. Asimismo, deben utilizarse dichos instrumentos para atender excesos de liquidez transitorios originados en desfases en la absorción requerida para el cumplimiento de la gestión de la deuda de la Institución.

Con este propósito, se ha propuesto crear un instrumento para inmovilizar recursos a 7 y 14 días. Se espera que esto le permita al BCCR realizar un control monetario más acertado, sin tener que administrar saldos elevados de liquidez con los instrumentos de captación disponibles a un día plazo y sin generar presiones a la baja en la tasa de interés promedio de las operaciones a un día en el MIL.

d. Intervención activa del BCCR en el MIL

Una vez establecido el corredor de tasas de interés, el BCCR debe iniciar una intervención activa en el MIL drenando o inyectando recursos a un día plazo de acuerdo con las proyecciones del EDSL.

Si bien las facilidades de crédito y depósito permiten controlar la liquidez residual, se considera adecuado acotar la variabilidad de la tasa de interés promedio de las transacciones del MIL en un rango menor, mediante subastas diarias de contracción e inyección de liquidez anunciadas al medio financiero.

En dichas subastas el BCCR suministrará la liquidez indicada por el EDSL, utilizando la TPM como el precio mínimo que estaría dispuesto a cobrar por los recursos. En el caso que el EDSL indique que es necesario drenar liquidez del sistema, el BCCR captará recursos a un día plazo, reconociendo como máximo la TPM por dichos recursos. De esta forma, la TPM se convertiría en el parámetro de referencia utilizado por el BCCR para el costo de la liquidez diaria.

Capítulo 4. Proyecciones y balance de riesgos

En este capítulo se proyecta la tasa de inflación anual para los años 2010 y 2011 y se mencionan los principales factores de riesgo que podrían condicionar su cumplimiento.

Al igual que en los dos informes de inflación previos (junio y noviembre del 2009), en éste las proyecciones de inflación se obtienen con base en el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT)⁹⁹. Esta herramienta brinda proyecciones de las principales macro variables, cuyos resultados se emplean como referencia para la programación macroeconómica. La dinámica del modelo describe la trayectoria de los instrumentos de política de un banco central cuyo objetivo se orienta al logro de la estabilidad interna¹⁰⁰.

En esta oportunidad se incorpora un gráfico de abanico con límites de confianza asimétricos en torno a la proyección central de inflación, para representar la valoración que hace el BCCR de los riesgos asociados a dicho pronóstico e ilustrar eventuales presiones asimétricas al alza o a la baja sobre la inflación futura (ver Recuadro 3).

⁹⁹Véase “El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio”, DIE-08-2008-DI. Adicionalmente, pueden consultarse los recuadros sobre el tema en los informes de inflación de enero y julio del 2003 y de enero del 2007. Las anteriores publicaciones están disponibles en <http://www.bccr.fi.cr>.

¹⁰⁰El artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica establece como objetivo adicional a la estabilidad interna, el logro de la estabilidad externa de la moneda nacional y garantizar su conversión a otras monedas. Uno de los supuestos del MMPT es que existe flexibilidad cambiaria, lo cual es consistente con el objetivo de estabilidad externa de la moneda, dado que la flexibilidad cambiaria contribuye a prevenir la ocurrencia de crisis de balanza de pagos. Adicionalmente, uno de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en el MMPT funciona mediante la paridad descubierta de tasas de interés, lo que supone convertibilidad de la moneda local a otras monedas y por tanto, libre movilidad de capitales.

4.1 Proyecciones de inflación

Las proyecciones que se presentan seguidamente parten de la mejor información disponible y suponen que el Banco Central ajusta la postura de política monetaria en función del logro de su objetivo de inflación.

El escenario base del MMPT contempla para el bienio 2010-11 una recuperación de la actividad económica mundial, en particular de los Estados Unidos de América, acompañada de un incremento en la tasa de interés y de baja presión inflacionaria a nivel internacional.

El detalle de los supuestos para el mediano plazo de las variables exógenas se presenta seguidamente.

Cuadro 10. Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral: principales supuestos de variables exógenas

Variable	2010	2011
Tasa de interés internacional nominal promedio a 30 días ¹	0,7%	1,4%
Tasa de inflación interanual de Estados Unidos de América ²	2,2%	2,0%
Tasa crecimiento de Estados Unidos de América (T _{4,4}) ³	3,0%	2,4%

¹Bloomberg, 5 de marzo 2010.

²Consensus Forecasts, abril 2010

³Fondo Monetario Internacional, 24 de marzo 2010

Como principal resultado de la interacción de las variables exógenas y los ajustes en las variables de política, se tiene que la proyección central de la tasa de inflación al cuarto trimestre del 2010 (5,1%)¹⁰¹ y 2011 (4,4%) refleja una desaceleración de dicha variable con respecto a la tasa de inflación promedio de la última década (11%) y se

¹⁰¹Esta tasa corresponde a la estimación central del crecimiento medio del IPC del cuarto trimestre del 2010 respecto al mismo período del año precedente, por lo cual existen diferencias cuando se compara con la tasa de variación interanual al mes de diciembre de cada año, que es como está establecida la meta de inflación en el Programa Macroeconómico 2010-11.

ubica dentro del rango de tolerancia definido por el Ente Emisor en el Programa Macroeconómico 2010-11 para el término del 2010 (entre 4% y 6%) y 2011 (entre 3% y 5%).

Cuadro 11. MMPT: proyección de inflación interanual en porcentaje

Trimestre	Valor central
2010-I ¹	5,6
2010-II ²	6,0
2010-III	5,6
2010-IV	5,1
2011-I	4,8
2011-II	4,7
2011-III	4,5
2011-IV	4,4

¹Dato observado.

²Ajustado con criterio de especialista.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

El resultado del valor central de la proyección para el 2010 implicó un ajuste al alza de 0,4 p.p. con respecto a lo contemplado en el informe de noviembre pasado.

El comportamiento previsto para la inflación se explica básicamente por las expectativas de inflación y las presiones de gasto en la economía.

La dinámica del modelo supone que el proceso de formación de expectativas de inflación incorpora elementos prospectivos y que la meta anunciada es el elemento principal que los agentes económicos consideran al momento de formular su expectativa de inflación para los siguientes doce meses. La convergencia hacia la meta se logra en forma gradual y se espera sea facilitada por la evolución de la inflación en el 2009 y en el primer trimestre del 2010.

En lo que respecta a las presiones de gasto, la economía costarricense se ubicaría en la fase de recuperación del ciclo económico. Esto se refleja en una brecha del producto cada vez menos negativa en el 2010 y levemente positiva en el 2011, con lo cual no se prevé signos de recalentamiento que pongan en peligro el logro del objetivo inflacionario en estos dos años por esa vía.

4.2 Balance de riesgos

Las proyecciones sobre la variación de la inflación responden al contexto económico que se considera más probable en un horizonte de siete trimestres. No obstante, como toda proyección macroeconómica, su valor predictivo está condicionado a la no materialización de algunos riesgos.

En el entorno externo, los principales condicionantes se refieren al ritmo de recuperación de la actividad económica y a la evolución de los precios en las materias primas, tal como se comenta a continuación.

- *Recuperación de la actividad económica mundial más lenta o más rápida de la prevista en la proyección central de inflación.*

El ritmo de recuperación de la economía mundial para el 2010 y 2011 todavía es incierto. El retiro de los estímulos monetarios y fiscales en las economías desarrolladas, unido a los problemas financieros de la Zona Euro, podrían tornar más lenta la recuperación mundial y, por ende, llevaría a una desaceleración en la producción local debido al efecto que tendría sobre la demanda externa. Lo contrario ocurriría en caso de una recuperación mundial más rápida de lo previsto. Ambas situaciones se reflejarían en una brecha del producto de magnitud distinta de la estimada, con un riesgo menor o mayor de presiones inflacionarias.

Dadas las últimas estimaciones disponibles de crecimiento para la economía mundial (ver Capítulo 1), se considera más factible que la economía crezca a una tasa por encima de la contemplada en la proyección central de inflación, lo cual se reflejaría a nivel local en una mayor presión inflacionaria.

- *Aumento mayor al previsto en los precios internacionales de las materias primas importadas.*

Particularmente, el riesgo se concentra en el comportamiento tan incierto del precio del petróleo, muy afectado por condiciones geopolíticas y climáticas. Un precio promedio del barril del petróleo superior a EUA\$84 y EUA\$88 para el 2010 y 2011, respectivamente, por su efecto directo e indirecto sobre los precios de diversos bienes y servicios, llevaría a un incremento en los precios locales mayor al proyectado.

En el contexto interno los principales factores de riesgo que refieren a la evolución de las expectativas inflacionarias, del resultado financiero del Gobierno Central y del tipo de cambio nominal, como se señala a continuación.

- *Expectativas de inflación por encima del rango meta de inflación.*

De mantenerse la rigidez a la baja que se ha venido observando en las expectativas desde el cuarto trimestre del 2009, se visualiza un riesgo al alza de la proyección central de inflación.

- *Deterioro del resultado financiero del Gobierno Central mayor al considerado en la proyección central de inflación.*

En el 2009, la política fiscal ayudó a amortiguar los efectos de la crisis económica mundial, apoyando la demanda interna por medio de medidas “anti-cíclicas”, algunas de las cuales una vez aplicadas son difíciles de eliminar o reducir. Así, el aumento del gasto resultante, aunado a la reducción de los ingresos gubernamentales, llevó a un deterioro de las cuentas fiscales. Un déficit del gobierno central superior al 3,8%,

como porcentaje del PIB, implícito en la proyección central de inflación, financiado con una emisión superior a la programada, provocaría mayores presiones inflacionarias que dificultarían el cumplimiento del valor central proyectado de la inflación.

- *Ubicación del tipo de cambio en los límites de la banda cambiaria.*

La proyección central de inflación considera un tipo de cambio nominal ubicado dentro de la banda cambiaria. En abril el mercado de cambios continuó con la tendencia observada en los últimos ocho meses y medio de un descenso del tipo de cambio del dólar hasta ubicarse cerca del límite inferior de la banda, situación que se revirtió en mayo.

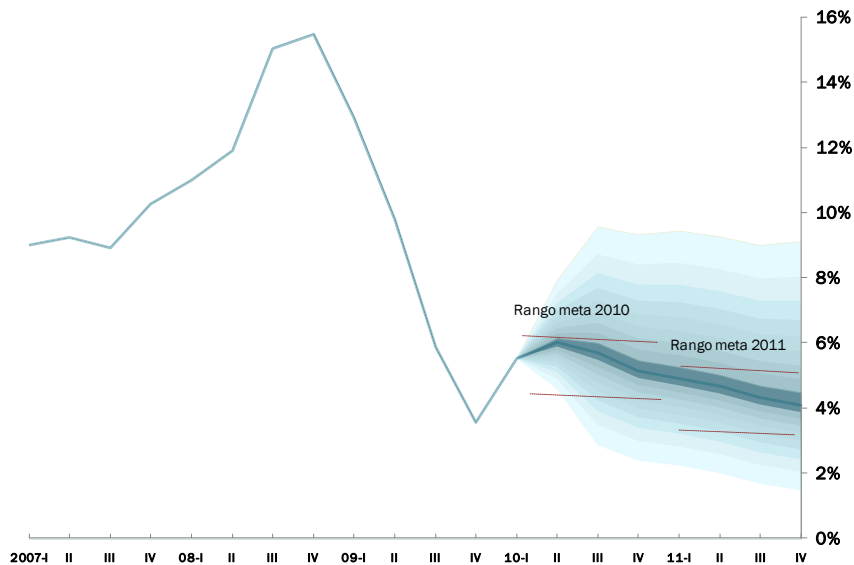
La evolución del mercado cambiario podría llevar el tipo de cambio del dólar a ubicarse en los límites de la banda cambiaria, lo que obligaría al Banco Central a intervenir en su defensa. De alcanzar el límite inferior, como fue el riesgo durante abril pasado, la consecuencia sería, el aumento en el saldo de las reservas monetarias internacionales y por ende, en los medios de pago (lo contrario sería de alcanzar el límite superior). Si la expansión monetaria no fuera esterilizada en su totalidad incrementaría la presión inflacionaria con lo cual se tornaría más difícil lograr la proyección central de inflación. Si por el contrario hubiese que intervenir en el extremo superior de la banda, ello provocaría una contracción de los medios de pago, lo que tendería a reducir presiones monetarias sobre la inflación.

De la valoración de los diferentes riesgos se infiere un balance con sesgo al alza de la proyección central de inflación. Lo anterior conduce a una proyección de densidad de la

inflación de carácter asimétrico¹⁰², tal como se muestra en el gráfico de abanico¹⁰³ (gráfico 45). Así, el riesgo de que la tasa de inflación en el horizonte de proyección asuma valores por encima del valor central es mayor a que los asuma por debajo. Particularmente, existe una probabilidad del 56% de que la inflación se ubique al término del 2010 en un nivel que no supere al límite superior del rango de precios fijado para ese año en el Programa Macroeconómico 2010-11.

En el gráfico de abanico, la línea sólida hasta el primer trimestre del 2010 es la inflación observada y desde el segundo trimestre de ese año es la senda de valores más probables para la inflación, condicional al conocimiento que tiene el Banco Central de Costa Rica acerca del funcionamiento de la economía, del estado actual de esta y de su desempeño futuro. Así, las proyecciones de inflación se ubican dentro del rango meta de inflación para el término del 2010 y 2011 establecido en el Programa Macroeconómico para esos dos años.

Gráfico 45. Proyección de inflación
 -variación interanual-



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor de la proyección central muestra el 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia mientras que, en conjunto, todas las franjas representan el 90 por ciento de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

¹⁰²Cuando la densidad no es simétrica, la probabilidad (o riesgo) de que el valor futuro de la inflación asuma valores por encima de la senda central de pronóstico es diferente a la probabilidad de que asuma valores por debajo de dicha senda.

¹⁰³Gráfico de abanico con límites de confianza asimétricos en torno a la proyección central de inflación.

Recuadro 3. Diseño de un gráfico de abanico de bandas asimétricas

El objetivo de un gráfico de abanico es comunicar de la forma más completa posible la evolución probable de una variable, tomando en cuenta la incertidumbre inherente a todo proceso de pronóstico¹⁰⁴.

En publicaciones anteriores del Informe de Inflación, el BCCR presentó sus proyecciones de inflación mediante un gráfico de abanico, utilizando una versión basada en bandas simétricas alrededor de una proyección central. Este procedimiento supone que existe la misma probabilidad de que la inflación difiera de la proyección tanto hacia arriba como hacia abajo. Además, dichos gráficos se desarrollaron con métodos estadísticos que no permitían incorporar el criterio del especialista en el proceso de pronóstico.

El gráfico de abanico que se presenta en este informe permite incorporar la valoración que hace el BCCR de las presiones inflacionarias en la economía¹⁰⁵. Para su elaboración fue necesario realizar una evaluación de los riesgos asociados al pronóstico de inflación, lo que permitió ilustrar eventuales presiones asimétricas sobre la inflación al alza o a la baja.

La construcción de este gráfico de abanico requiere caracterizar la distribución de probabilidad asociada con la inflación para cada horizonte de pronóstico, lo cual se logra por medio de dos elementos principales: el pronóstico central, que está asociado a una medida de tendencia central de la distribución, y la valoración de la incertidumbre asociada a dicho pronóstico, que se refleja en el sesgo y la amplitud de la distribución¹⁰⁶.

El pronóstico central

El pronóstico central utilizado en el gráfico de abanico corresponde a una estimación de la que se considera la senda de valores “más probables” para la inflación a lo largo del período de proyección. El pronóstico se define como la moda de la distribución de probabilidad de la inflación. Con esta definición se trata de evitar formar una impresión de certeza sobre los valores que podría

asumir la variable, por lo que en vez de ello se hace énfasis en el carácter probabilístico del ejercicio.

El pronóstico central es un insumo y no un producto del proceso de elaboración del gráfico de abanico. El pronóstico que se presenta en este informe corresponde al realizado por el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT)¹⁰⁷, que incorpora los mecanismos de transmisión de la política tomando en cuenta los rezagos con que ésta actúa sobre las variables objetivo, así como la magnitud de su efecto por medio de los canales de transmisión.

La evaluación de la incertidumbre

El objetivo de esta etapa es resumir las presiones percibidas sobre el pronóstico de inflación en una única medida del sesgo de su distribución.

i- Incertidumbre de los pronósticos en relación con su incertidumbre histórica. La incertidumbre de las estimaciones de los factores y de la inflación se aproxima mediante su desviación estándar histórica, la que puede ajustarse si se considera que existen razones para suponer que los pronósticos son más inciertos o menos inciertos que lo sugerido por esa medida base. Usualmente, la incertidumbre se incrementa conforme se pronostica a un horizonte más distante.

ii- Balance de riesgos. El objetivo de esta etapa es realizar una valoración de los riesgos asociados al pronóstico de inflación. Para ello, se emplea por determinar, utilizando toda la información disponible así como el criterio del especialista, cuán probable es que el valor efectivo de cada factor difiera del utilizado para realizar la proyección central de inflación. A este ejercicio se le llama balance de riesgos. En ausencia de presiones sobre el pronóstico, dicha probabilidad debería ser 50%.

A partir de estas probabilidades y de las medidas de incertidumbre calibradas en i), se calculan indicadores del sesgo individual de cada factor. En este caso, el sesgo indica hacia dónde se concentraría la mayoría de valores posibles de cada factor con respecto a su pronóstico, es decir, indica si los riesgos presionan a la baja o al alza. Así pues, la importancia de este ejercicio radica en que permite reflejar riesgos de diferente magnitud y dirección sobre los pronósticos de los factores, lo que debería reflejarse en el pronóstico de inflación.

¹⁰⁴Un gráfico de abanico consiste en una representación conjunta de las distribuciones de probabilidad estimadas para la variable, para varios horizontes de pronóstico. Una distribución de probabilidad describe el rango de valores que una variable podría tener y la probabilidad de que el valor de esa variable esté en algún intervalo de ese rango de valores.

¹⁰⁵Basado en Rodríguez-Vargas, Adolfo (2010) “Diseño e interpretación de gráficos de abanico con bandas asimétricas”. Documento en proceso, Departamento de Investigación Económica, BCCR.

¹⁰⁶El sesgo es una medida de la asimetría en la distribución de una variable, e indica hacia dónde se concentraría la mayoría de valores con respecto a su valor más probable. La amplitud se asocia con la variabilidad alrededor de la media, y se mide mediante la desviación estándar.

¹⁰⁷ Este es un pronóstico activo, pues se realiza suponiendo una evolución de la tasa de política monetaria acorde con los objetivos del BCCR. El BCCR también realiza ejercicios de pronóstico de inflación con otro conjunto de modelos, cuyas proyecciones también podrán utilizarse para generar gráficos de abanico.

Ahora bien, ¿hacia dónde es más probable que difiera el pronóstico de inflación? La respuesta proviene de agregar las medidas de los riesgos para cada factor en una única medida del sesgo para la inflación. Dado que los factores inciden de manera distinta en la inflación, el efecto conjunto de los sesgos de los factores debe ser aproximado tomando en cuenta la influencia relativa de cada factor. Para esto, como ponderador para cada sesgo individual se utiliza el valor de la respuesta de la inflación en períodos subsecuentes a un cambio en el factor correspondiente¹⁰⁸. De esta manera, el efecto de cada sesgo individual sobre el sesgo total dependerá de la dirección y magnitud en que la inflación responda a cambios en el comportamiento del factor.

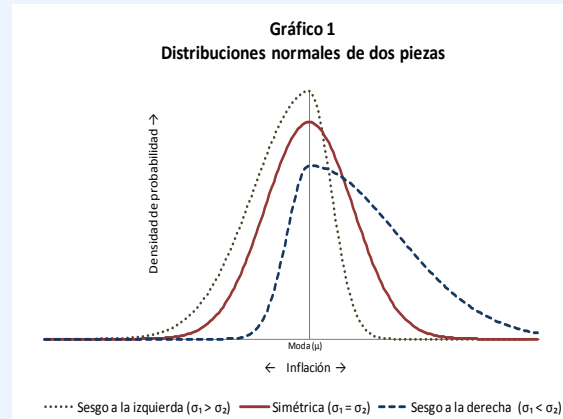
Escogencia de distribución estadística para el gráfico de abanico

Para calcular las bandas del gráfico de abanico es necesario suponer una forma funcional para la distribución de probabilidad de la inflación. La escogencia de distribución debe ir de la mano con el balance de riesgos, de modo que la distribución elegida sea capaz de reflejar las asimetrías en las presiones sobre el pronóstico de inflación. En consecuencia, una distribución ampliamente utilizada en este tipo de ejercicios es la distribución normal de dos piezas, que incorpora un sesgo variable.

Básicamente, la distribución normal de dos piezas se caracteriza por tener una desviación estándar distinta para valores ubicados por debajo de la moda, dada por σ_1 , y por encima de ella, dada por σ_2 . De los valores relativos de esas desviaciones estándar depende el sesgo que presente la distribución. En el presente ejercicio, dichos valores se calculan a partir de la estimación del sesgo de la inflación descrito anteriormente. El gráfico 1 presenta tres posibles distribuciones normales de dos piezas, una con un sesgo hacia la derecha, otra con un sesgo hacia la izquierda y una tercera simétrica, que corresponde a la distribución normal usual.

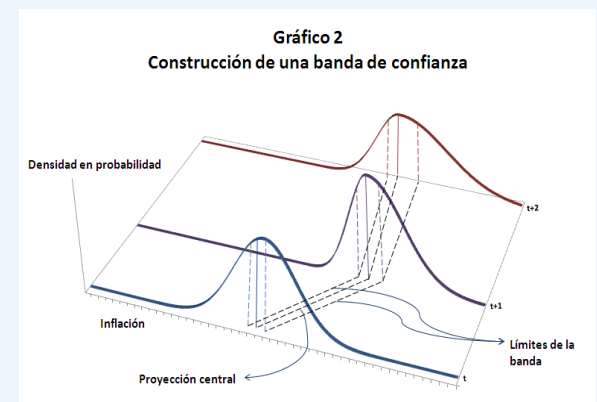
Construcción del gráfico de abanico

La proyección de la inflación y la evaluación de la incertidumbre ya mencionadas se realizan para cada horizonte de pronóstico que se desee incluir en el gráfico de abanico, lo que equivale a caracterizar la distribución de la inflación para cada una de esas fechas. El paso siguiente es utilizar la forma funcional de la distribución normal de dos piezas, así como sus parámetros estimados (moda, sesgo, desviaciones estándar), para calcular los valores que delimitan las bandas de confianza. Ese proceso se ilustra para tres períodos en el gráfico 2. Finalmente, se grafica el conjunto de valores para las bandas de confianza obtenidos para todos los períodos.



Se considera que existe un 10% de probabilidad de que la inflación se encuentre dentro de la franja central más oscura del gráfico de abanico, que incluye la proyección central. A partir de ahí, cada par de bandas de tono más claro añade 10 puntos porcentuales de la distribución, hasta que las líneas externas abarcan el 90%. Una característica crucial es que si los riesgos sobre el pronóstico de inflación no son balanceados, bandas del mismo tono no tendrán el mismo ancho. Por ejemplo, si del balance de riesgos se concluye que las presiones sobre el pronóstico se concentran hacia la baja, las bandas de confianza ubicadas por debajo de la franja central deberían ser más anchas que las ubicadas por encima, reflejando la mayor probabilidad estimada de valores inferiores al pronóstico.

En resumen, el gráfico de abanico permite representar de forma integrada tanto los resultados de una herramienta de proyección formal como la valoración subjetiva que hace el BCCR de las presiones inflacionarias de mediano y largo plazo, tomando en cuenta la información más relevante disponible. En particular, esta versión del gráfico de abanico permite la representación de presiones asimétricas sobre la inflación, así como del grado variable de incertidumbre que el Banco le asigna a sus proyecciones.



¹⁰⁸ Estos valores provienen del llamado análisis de impulso-respuesta.

Índice histórico de recuadros del Informe de Inflación

TITULO	FECHA
1. Medición de la inflación subyacente	Junio 2001
2. Impacto de los Precios del Petróleo	Junio 2001
3. Tipo de cambio y competitividad	Junio 2001
4. Manejo de deuda pública y pagos de la deuda con el banco central	Junio 2001
5. Brecha en la Producción e Inflación	Junio 2001
6. Estructura del sistema financiero costarricense	Junio 2001
7. Cambios recientes en los Mercados Financieros y Monetarios	Junio 2001
8. Tasas de Interés y Transmisión Monetaria	Junio 2001
9. Figura de Abanico y Combinación de Proyecciones	Junio 2001
10. Opciones de Política Cambiaria en el Nuevo Contexto Internacional	Enero 2002
11. Relación entre los Ciclos Económicos de Costa Rica y Estados Unidos	Enero 2002
12. Vulnerabilidad de algunos sectores productivos	Enero 2002
13. Tasa de Interés Doméstica y Premio por Inversiones en Moneda Nacional	Enero 2002
14. Perspectivas de la Economía Mundial	Enero 2002
15. Mercado Petrolero	Julio 2002
16. “Pass through”: Efecto de una devaluación sobre la inflación	Julio 2002
17. Política Cambiaria: Flexibilización vs Esquemas Cambiarios rígidos	Julio 2002
18. Índice Subyacente de Inflación (ISI): nueva medida de núcleo inflacionario	Enero 2003

TITULO	FECHA
19. Los déficit gemelos	Enero 2003
20. Viabilidad de la Política Fiscal	Enero 2003
21. Consecuencias de Disminuir el Déficit del Banco Central mediante la reducción de las Operaciones de Mercado Abierto	Enero 2003
22. Modelación Económica en el Banco Central	Enero 2003
23. Encuesta sobre perspectivas económicas	Enero 2003
24. Una interpretación de los Macrodesequilibrios de la Economía Costarricense en los primeros años del siglo XXI	Julio 2003
25. Proyecto de Reformas al Sistema Financiero	Julio 2003
26. La Dolarización Parcial en Costa Rica	Julio 2003
27. Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala (MMPE)	Julio 2003
28. Desempeño de las Proyecciones de Inflación	Julio 2003
29. Riesgo Soberano y Clasificaciones Internacionales	Julio 2003
30. Modelo Monetario de la Inflación	Enero 2004
31. Efecto de los bienes regulados sobre la inflación	Enero 2004
32. Efecto de los grupos de bienes y servicios regulados y de los bienes agrícolas en la inflación	Julio 2004
33. Evolución de los precios internacionales de materias primas e impacto en los precios domésticos	Julio 2004
34. El Sistema del Vector de Precios	Julio 2004
35. Índice de confianza para la inversión de los analistas económicos	Enero 2005
36. Déficit fiscal e inflación en Costa Rica	Enero 2005
37. La dolarización parcial en Costa Rica	Julio 2005
38. Por qué se descarta la dolarización oficial?	Julio 2005

TITULO	FECHA
39. Mecanismos de transmisión de la política monetaria	Enero 2006
40. Naturaleza de los sistemas de bandas cambiarias	Enero 2006
41. Mercado de Cambios en Costa Rica	Julio 2006
42. Derivados Financieros: ¿Qué son los mercados de cobertura cambiaria?	Julio 2006
43. El Producto Potencial y La Brecha del Producto	Enero 2007
44. El Régimen de Banda Cambiaria en Costa Rica	Enero 2007
45. Tasa de Interés Real Neutral de la Economía.	Enero 2007
46. Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral del Banco Central de Costa Rica.	Enero 2007
47. Las Encuestas de Expectativas Económicas en el Banco Central de Costa Rica.	Enero 2007
48. Naturaleza de las entradas de capital a Costa Rica	Julio 2007
49. Desdolarización financiera en el período 2006-2007	Julio 2007
50. Indicadores de nivel adecuado de reservas monetarias	Julio 2007
51. El acuerdo de capitalización parcial del Banco Central de Costa Rica de abril del 2007	Julio 2007
52. Evolución del crédito al sector privado y riesgos asociados.	Febrero 2008
53. Evolución del Mercado Cambiario y del Tipo de Cambio en enero-agosto del 2008.	Setiembre 2008
54. El Régimen Cambiario de Flotación Administrada	Setiembre 2008
55. Combinación de Proyecciones de Inflación con la Validación de Modelos.	Setiembre 2008
56. Determinantes del proceso inflacionario costarricense.	Junio 2009
57. Efecto traspaso del tipo de cambio hacia la tasa de inflación posterior a la adopción del esquema de banda cambiaria.	Junio 2009

TITULO	FECHA
58. Meta, expectativa, pronóstico e inflación observada, cuatro conceptos diferentes y sus principales vinculaciones.	Junio 2009
59. Corrección del desequilibrio externo.	Noviembre 2009
60. Persistencia inflacionaria en Costa Rica.	Noviembre 2009
61. Acciones para mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés.	Noviembre 2009