

Comentarios al documento de
Norberto Zúñiga:
Concordancias, discordancias e
interrogantes

Jorge Guardia Q.
Academia de Centro América

Temas

- Conclusiones y recomendaciones del estudio de Academia del 2008 (J.Guardia)
- Qué pasó en 2009: visión macroeconómica
Principales conclusiones y recomendaciones de Norberto Zúñiga
- Temas relevantes: Recesión, apreciación, tasas de interés e inflación
- Interrogantes sobre la política macro del nuevo gobierno
- Retos para el 2010

Recomendaciones de J.Guardia: Libro de la Academia de 2008

Después de examinar los efectos de los choques externos en la economía costarricense en el 2008 y las vicisitudes de la política macroeconómica, caracterizada por exacerbar los efectos monetarios de los choques externos mediante la monetización y desmonetización de reservas al defender las bandas cambiarias, llegamos a la conclusión de que:

- los principales retos de la política económica en el 2009 y 2010 se relacionan directamente con las políticas monetaria y cambiaria del Banco Central
- También se perfilan problemas con la política fiscal por la caída de recursos fiscales asociadas con la contracción del PIB y los aumentos en el gasto público para paliar los efectos de la crisis financiera.
- Todo eso traerá de nuevo el desafío de reducir el déficit fiscal que se avecina.

Recomendaciones J.Guardia

- Primero, es fundamental bajar la inflación a los niveles prevalecientes en los países en desarrollo: 6 por ciento en 2009 y 5 por ciento en 2010.
- Pero, además de reducir el incremento en el índice de precios al consumidor (IPC) que posiblemente se dará gracias a la recesión y la consecuente contracción de la demanda agregada, es más importante sostener la reducción de la inflación en el tiempo, lo cual resulta difícil.

Recomendaciones J.Guardia

Es fundamental lo siguiente:

- 1) Liberar el mercado cambiario para que el Banco Central retome el control de la política monetaria y pueda sostener la reducción de la inflación que ya se está observando
- b) Una vez que el Banco Central deje de intervenir en el mercado cambiario conforme a lo establecido en las bandas cambiarias, la política cambiaria dejaría de imponer un piso a las tasas de interés en colones.
- Y, entonces, las tasas de interés podrían caer;
- En esas circunstancias, el Banco podría observar una política monetaria más flexible (para estimular el gasto en consumo e inversión y paliar los efectos de la crisis) pues los desequilibrios macroeconómicos que se darían principalmente en la balanza de pagos serían compensados por variaciones en el tipo de cambio.

Recomendaciones J.Guardia

- No se puede descartar que la cotizaciones se mantengan dentro de las bandas cambiarias y se produzca, de hecho, una flotación de la moneda nacional.
- Finalmente, si se implementaran las reformas antes mencionadas se contribuiría a sentar las bases para mejorar la tasa de crecimiento económico y contribuir también a mejorar los salarios, el empleo y reducir la pobreza.

Segunda parte

¿Qué pasó en el 2009?

Visión macro en 2009 general:

Relaciones de causalidad

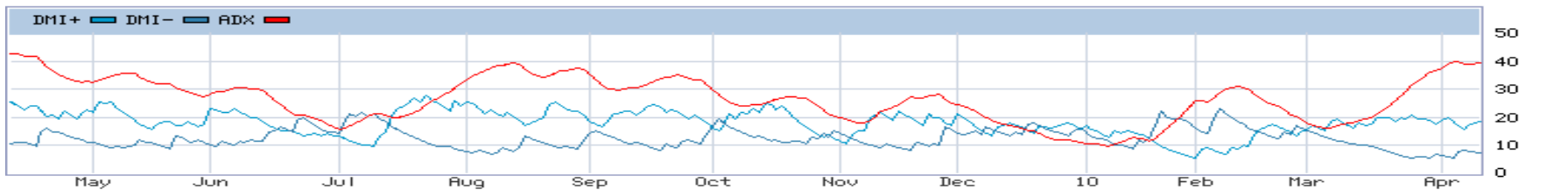
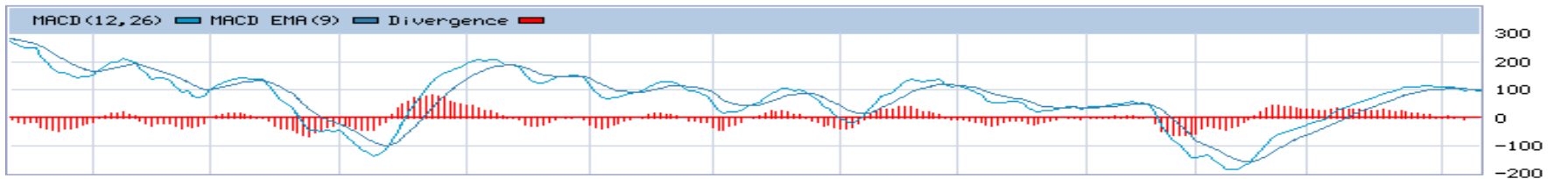
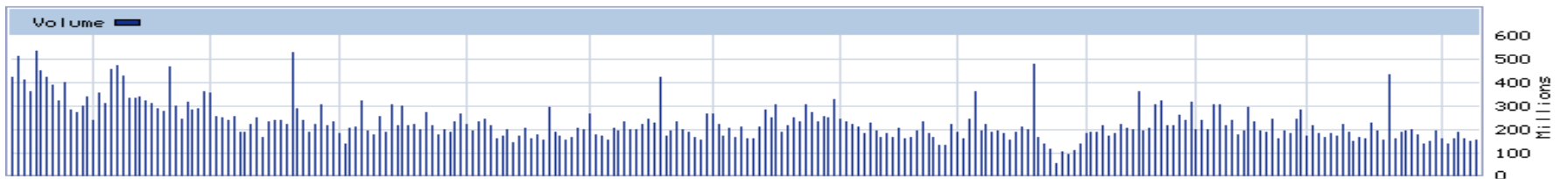
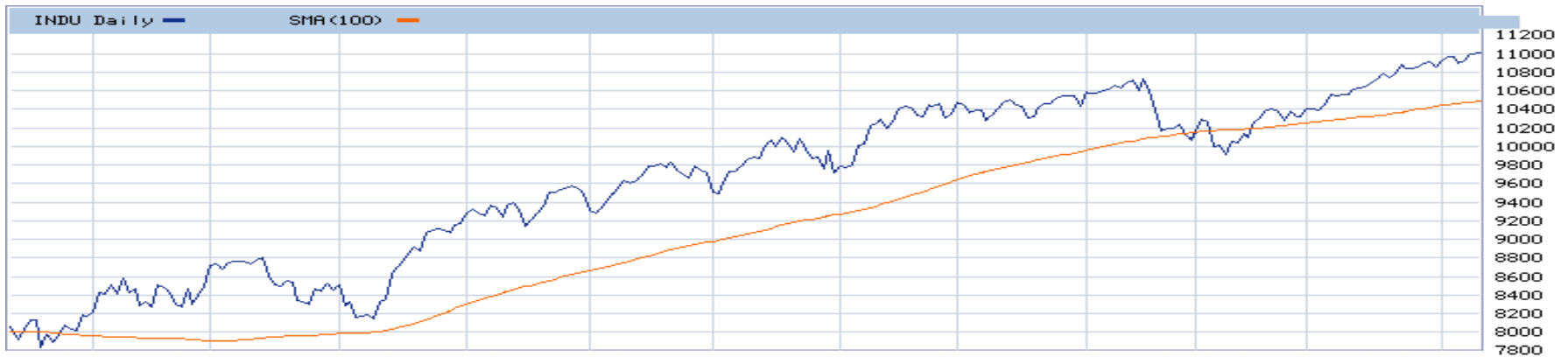
- Impacto fuerte de la crisis mundial
- Menores exportaciones, turismo y entradas de capital
- Cayó el producto interno bruto (PIB) -1.3%
- Se redujeron las exportaciones (7%), pero ...
- Importaciones cayeron más fuertemente (25%)
- Se Inicia flotación de la moneda
- Cae el tipo de cambio real (apreciación del colón)
- Notoria reducción de la inflación
- Bajan las tasas nominales de interés, ...
- Pero suben las tasas reales de interés
- Política económica anticíclica relativamente exitosa, pero riesgosa

Visión macro en 2009 general:

Relaciones de causalidad (2)

- Lo ocurrido en 2009 explica, en parte, la caída en el tipo de cambio real
- Pero, ¿Será sostenible?
 - PIB en USA comienza a repuntar,
 - Importaciones crecieron 1,7%;
 - Déficit comercial subió un 7,5%
 - Aumentó consumo de las familias y las ventas de las empresas
 - FED confirmó ayer que en 11 de las 12 regiones “la recuperación se extiende más ampliamente en EE. UU”
 - El Dow Jones pasó la barrera de 11.000 pts.
- PIB, consumo e Importaciones en CR también empiezan a repuntar.
- Sube déficit fiscal
- Aumentará la demanda de \$
- A futuro, habrá más presión sobre tipo de cambio, inflación, tasas de interés

Dow Jones



Programa Macroeconómico del BC

Oferta y demanda global

	2009	2010
• Oferta Total	-5,6%	2,8%
– PIB	-1,3%	2,6%
– Importaciones	-13,4%	3,2%
• Demanda Global	-2,6	2,8%
– Demanda interna	-5,1%	2,9%
• Consumo	-5,1%	2,5%
– Privado	1,8%	2,5%
– Publico	1,5%	2,5%
• Capital	-24%	4,2%
– Privado	-16%	3,2%
– Publico	18,3%	6,6%
– Existencias		
– Demanda Externa	-6,4%	2,6%

Principales variables macro

	2009	2010
• Liquidez		
– Colones	13,5	14,2%
– \$	16	12,4%
• Crédito a/sector privado		
– Colones	8.8%	12,6%
– \$	35.5%	6%
• Balanza de pagos		
– Déficit Cta. Cte.	-3,4	-4,7%
– Comercial	-12,4	13,7
• Inversión Extranjera	\$1.300 M	\$1.450
• RIN	\$267 M	0
• Inflación	4%	5% (+ - 1%)

Tercera parte

**Conclusiones y
recomendaciones de
Norberto Zúñiga**

Concordancias y divergencias

Finanzas públicas

- Concuero en que el deterioro del PIB se debe fundamentalmente a la crisis externa.
- También, las políticas internas adoptadas por las autoridades de CR, en general, contribuyeron a reducir el impacto de la crisis. Pero yo agrego que no todas estuvieron bien diseñadas
- La expansión del gasto público contribuye a estimular la demanda interna y contrarresta la caída del consumo e inversión privada. (Economía 101)
- En CR, el Gobierno y las instituciones ejecutaron una política fiscal expansiva que se reflejó en un mayor nivel de gasto, tanto corrientes (aumento de empleo, remuneraciones y transferencias a grupos vulnerables), como de capital (infraestructura). !De acuerdo!
- Pero también concuerdo en que la composición del gasto y los impuestos no es neutral en el impacto en la demanda agregada de corto plazo y el crecimiento y productividad de mediano plazo.
- Precisamente, en impuestos y cargas sociales no hubo acción del Gobierno ni la Asamblea. Se privilegió el empleo en el sector público.
- De rebajar cargas fiscales y no aumentar la planilla del estado, no se haría incrementado tanto el gasto y el déficit habría sido reversible

Concordancias y divergencias

Finanzas públicas

- **Concuero en que:**
 - **el mayor desbalance fiscal** no afectó la estabilidad ni confianza de los agentes económicos porque en los años previos se habían realizado esfuerzos para mejorar los resultados financieros y el monto y estructura de la deuda pública.
 - En los últimos cinco años esta deuda como proporción del PIB se redujo 16 puntos porcentuales y se incrementó el plazo promedio de vencimiento.
 - Además, la mayor deuda pública tampoco implicó un desplazamiento del sector privado porque la menor actividad económica requirió de poco financiamiento. Todavía no. Pero...
- No obstante, esta política fiscal expansiva deberá corregirse en el futuro cercano para evitar un *estrujamiento* del sector privado y afectar la confianza de los agentes económicos y la estabilidad macroeconómica. (Problema similar en USA)
- Concuero plenamente en que **“La consolidación fiscal a mediano plazo deberá abordarse pronto, para evitar la reaparición de burbujas en los mercados de activos, la acumulación de presiones inflacionarias y la desconfianza de los agentes económicos.**
- Recomienda Norberto: **“Enfrentar a corto plazo el incremento del gasto público y del déficit fiscal para evitar un desplazamiento del sector privado y la acumulación de presiones inflacionarias.**
- **Me surge una duda: ¿Cómo? ¿Reviviendo el proyecto de Reforma tributaria o, más bien, mediante una reforma del Estado?**

Concordancias y divergencias

Política monetaria

- **Dice Norberto:** “**La política monetaria fue** restrictiva la mayor parte del período: elevadas tasas de interés, encajes legales efectivos y bajo crecimiento de los agregados monetarios restringidos y del crédito al sector privado.
- Agrega que “No ayudó a abaratar el crédito y facilitar la adquisición de préstamos por parte de los agentes económicos”. Yo discrepo.
- Más bien, contribuyó a bajar la inflación, el tipo de cambio, tasas de interés, y mejorar salarios reales.
- El mismo Norberto reconoce que “El principal aporte de la política monetaria fue de manera indirecta, generando confianza y evitando una mayor incertidumbre y presión en el mercado cambiario, en caso de que hubiera bajado las tasas de interés y encajes, **como algunos insistieron en su momento.**”
- FMI recomendó a los países latinoamericano ser prudentes en materia monetaria y soltar el tipo de cambio para paliar mejor la crisis. De hecho, los que así lo hicieron, tuvieron menores caídas

Concordancias y divergencias

Política cambiaria

- En cuanto al régimen cambiario, Norberto no se define claramente
- Por un lado dice: “En presencia de un mercado relativamente pequeño, una cuenta de capital abierta y una elevada *dolarización* interna, los flujos financieros de corto plazo y las decisiones de cartera de monedas, ejercen una influencia preponderante en su determinación, con resultados un tanto cuestionables”.
- ¿Qué es lo que cuestiona Norberto: la volatilidad o la apreciación?
- Si es la apreciación, habría que examinar si se debe a cambios en los fundamentales por los choques externos
- Pero si se cuestiona la volatilidad hab. Yo creo ría que valorar si es el precio que hay que pagar para tener estabilidad de precios, medida por baja inflación.
- Una de dos: o estabilizamos el colón o controlamos el dólar
- Pero Norberto luego agrega que “Aún cuando el lapso es muy corto para evaluar la bondad de esta política (de flotación), la mayor flexibilidad del tipo de cambio intenta reducir el impacto de los *shocks* externos en la economía real y disminuir o eliminar el efecto del sector externo en los agregados monetarios y controlar la inflación.
- Ahí sí concuerdo plenamente.

Concordancias y divergencias

Régimen cambiario

- Recomienda Norberto: “Avanzar hacia de metas de inflación y mayor flexibilidad cambiaria, y clarificar el papel del banco central en el mercado de divisas y operaciones monetarias.
- A mí me parece que el rol del BC está suficientemente claro: No intervendrá dentro de las bandas, pues avanza hacia inflation targets, que reclama flotación
- Dice Norberto: Se necesita mayor transparencia y reglas de intervención en el mercado cambiario podrían ser consideradas.
- **¿Qué régimen cambiario está proponiendo?**
- **¿Qué significa “reglas de intervención” en el mercado privado?**
- **¿Cuándo puede –debe- intervenir el BC: para corregir o prevenir desequilibrios en la balanza de pagos? El régimen cambiario se definió en la Ley.**

Ley Orgánica BCCR

- **Artículo 87. *Compra-venta de divisas***

El Banco Central de Costa Rica podrá comprar y vender divisas en el mercado, **para evitar fluctuaciones violentas** del tipo de cambio y para llenar sus propias necesidades, de acuerdo con lo establecido en el artículo 28 de esta Ley.

La Junta Directiva deberá dictar la política de compra venta de divisas del Banco Central de Costa Rica en el mercado cambiario.

En consecuencia, debe establecer los límites dentro de los cuales puede actuar la Administración del Banco.

Atribuciones de la Junta Directiva

- **Artículo 28. Atribuciones, competencias y deberes**
- La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica tendrá las siguientes atribuciones,
- competencias y deberes:
- a) En materia cambiaria:
- i) **Establecer, con el voto favorable de por lo menos cinco de sus miembros, el régimen cambiario que considere apropiado**, ajustándose a las disposiciones legales.
- ii) La Junta Directiva podrá establecer un régimen cambiario en el cual la determinación del tipo de cambio le corresponda efectuarla al Banco Central. En este caso, la fijación deberá hacerla la Junta Directiva con el voto favorable de, por lo menos, cinco de sus miembros.
- **También podrá la Junta establecer un régimen cambiario, donde la determinación del tipo de cambio le corresponda hacerla al mercado. En este caso, podrá adoptar un sistema con intervención del Banco o sin ella.**
- iii) **En el caso en que el sistema que establezca el Banco Central requiera, para el cumplimiento de los fines establecidos en esta Ley, la intervención del Banco en el mercado de divisas, la Junta Directiva establecerá los límites de dichas acciones y ejercerá un control sobre ellas.**

Concordancias y divergencias

Régimen cambiario

- **Concluye Norberto:** Hay que evaluar el impacto de entradas de capital, cuantiosas y transitorias, en el precio de los activos, incluyendo el tipo de cambio. En ciertas circunstancias, podrían requerirse políticas macro prudenciales, cierta acumulación de reservas y alguna regulación
- ¿Recomienda algún control (restricción) de las entradas de capital?
- ¿Cuál sería el impacto de imponer restricciones de capital en la confianza para la inversión extranjera y sobre el tipo de cambio?
- **Habrà que analizar cómo, cuándo, en qué circunstancias, y los efectos que podría producir en otras variables.**
- **Creo que la discusión apenas comienza**
- **Pero lanza interrogantes sobre las preferencias del nuevo gobierno**

Retos del BCCR para 2010

- **El régimen de bandas y la flotación tienen muchos enemigos:**
 - bancos, exportadores, empresarios, economistas, políticos,
 - Pretenderán que BCCR intervenga en el mercado cambiario para moderar fluctuaciones cambiarias
- **Dilemas:**
 - BC se debatirá entre dos objetivos: defender el dólar o el colón
 - controlar el tipo de cambio o controlar la inflación: costos y beneficios
 - Estimular la producción o garantizar estabilidad
- Algunos querrán cerrar la cuenta de capital
- Para defender el colón tendrá que dejar flotar el tipo de cambio, controlar más eficazmente la emisión (liquidez y crédito) y alinear las tasas de interés con las del mercado internacional
- Avanzar más rápidamente a *inflation targets*
- Evitar financiar indirectamente el déficit fiscal
- Otras reformas para consolidar la autonomía del BCCR

FMI cambia postura s/ entradas de capital. ¿Qué recomienda ahora?

- **Ayer vimos que el FMI está abandonando su tradicional postura con respecto a las entradas de capital y abraza ahora restricciones de capital. Según don Rodrigo Cubero:**
- Flotar la moneda, si TC esta sobrevaluado
- Mayor contracción fiscal
- Regulación prudencial + estricta
- Aumentar RIN
- Ciertos controles a las entradas de capital
- Estabilidad de precios
- Metas flexibles de inflación
- Regulación cambiaria
- **Sin embargo**, en la última revisión del Stand-by le recomendó a CR (clara y peladamente) consolidar la flexibilidad cambiaria y bajar la banda inferior (pendiente negativa)

Concordancias y divergencias

Autonomía del Banco Central

- **Según Norberto: “La independencia política y técnica del Banco Central y sus esfuerzos por controlar las presiones inflacionarias aumentan la credibilidad y permiten una determinación menos intervencionista de las tasas de interés y tipo de cambio”**
- Tenemos plena concordancia. La autonomía y credibilidad hay que ganárselas con el sudor de la frente...
- Pero me surge una duda: ¿Mantendrá su autonomía el BC en un futuro gobierno?

Concordancias y divergencias

Otras políticas

Recomienda:

- “Aprobar los proyectos de supervisión consolidada de conglomerados financieros para evaluar el grado de exposición de los componentes del *holding*”. **Respuesta:** *No*. Las *offshore* deben desaparecer.
- “Prevenir crisis sistémicas”. **De acuerdo**
- “Crear el esquema limitado de seguro de depósitos”. Sobre eso tengo dudas. Tiene riesgo moral (moral hazard). En todo caso, la ABC debe devolver el fondo de seguro de depósitos que le dió la AID
- “Fortalecer el marco de resolución bancaria”. De acuerdo
- **Otras:** “Mejorar la política macro prudencial para restablecer la disciplina del mercado, evitar las crisis financieras y fortalecer la capacidad para enfrentarlas”. De acuerdo.
- Pero se debe agregar el riesgo de las erradas las políticas macroeconómicas en los balances de los bancos, fondos de inversión, operadoras de seguros etc.

Cuarta parte

Tipo de cambio, tasas de interés e inflación

Tipo de cambio

- El tipo de cambio se desprendió de las bandas oficiales.
- Apreciación de un 9% últimos 8 meses
- Ahora se mueve dentro de otras bandas más estrechas (bandas propias) ubicadas alrededor de zona de confort
- Expectativas de devaluación siguen en 5,4%
- Cotizaciones diarias caracterizadas por volatilidad.
- ¿Hay –habrá- un nuevo equilibrio cambiario?
- ¿Qué se puede esperar en los próximos meses?
- FMI consideraba que equilibrio cambiario oscilaba alrededor de 500 por 1\$

Tipo de cambio

PRECIO DEL DÓLAR EN MONEX

El menor valor en 15 meses

COLONES POR DÓLAR



FUENTE: BANCO CENTRAL

DS/LA NACIÓN

Tipo de cambio



¿Cómo se determina el tipo de cambio?

- Oferta y demanda de divisas
- Otra forma de verlo: oferta y demanda de col. para comprar \$
- Si baja la demanda de divisas (o la oferta de colones para comprar \$) el tipo de cambio baja
- La demanda de divisas puede variar por factores reales o nominales. De ahí se desprende que ...
- Hay tres tipos de cambio: nominal, real e ITCER
- Factores fundamentales determinan tipo cambio real
- Diferencia entre inflación interna y externa fijan el ITCER
- Equilibrio (o desequilibrio) financiero determina tipo de c. nominal
- Banco Central puede afectar el tipo de cambio nominal, pero no el real. Este último lo determinan los fundamentales
- BCCR calculaba el ITCER para efectos de las minis

¿Cambios en fundamentales del tipo cambio de equilibrio?

- **Comercio exterior**
 - Caen exportaciones (7,5%%) en 2009, pero ...
 - importaciones caen aún más (25%)
 - Cae abruptamente déficit comercial (9%)
 - Entradas de capital caen pero ...
- **La cuenta capital** sigue positiva
 - Financia el déficit en cta. Cte. de Balanza pagos
 - Disminuye presión cambiaria
 - Ha permitido mantener nivel de reservas
- **Aranceles**
 - TLC entró en vigencia, pero ...
 - recesión contuvo importaciones y exportaciones
- **Términos de intercambio**
 - Petróleo se ha mantenido alrededor de \$80 por barril
 - Otras materias primas bajaron en 2009 pero tienden a repuntar
 - **Ciertos analistas temen que petróleo frustré recuperación**
- **Crecimiento del PIB**
 - Recesión mundial y local disminuyó abruptamente la demanda externa.
 - Disminución de la demanda provoca menos inflación y menor demanda de \$
 - Eso explica la apreciación del colón observada en los últimos meses
- **Flotación del colón**
 - **Banco Central dejó flotar el colón**
 - BCCR mantuvo nivel de reservas (+ \$4000 Millones)
 - Tipo de cambio se apreció

Equilibrio macroeconómico

- Flotación del colón ha jugado papel fundamental en controlar la liquidez y el crédito
- Liquidez en 2008 fue elevada, pero en 2009 se redujo a 10%
- Crédito al sector privado se disparó en 2007-08; pero en 2009 bajó a 8,8%
- Tasas reales de interés fueron negativas en 2008;
- En 2009 y 2010 se volvieron positivas: demuestra una política monetaria más prudente.
- La mejor política monetaria contribuyó a disminuir la inflación y fortalecer el colón.
- En resumen: el equilibrio macro y flotación del colón también contribuyen a explicar la apreciación del tipo de cambio.
- **Pregunta de fondo:** ¿será sostenible?

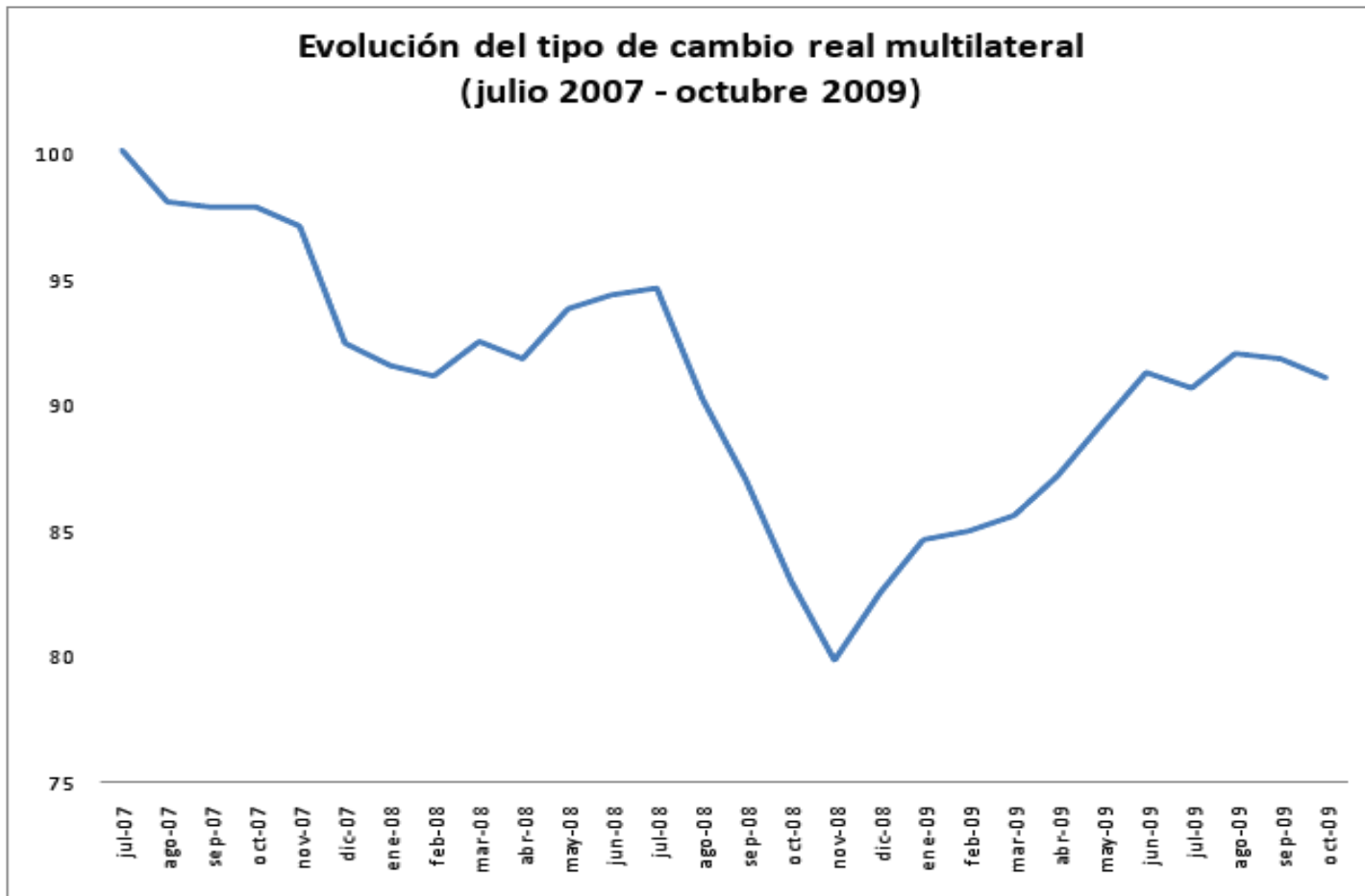
Visión futura del tipo de cambio real

- Tipo de cambio real debería subir conforme se recupere la economía (+ importaciones)
- La recesión nacional e internacional ya se comenzó a superar
- IMAE en CR está creciendo más dinámicamente
- Entre mayor sea crecimiento, mayor demanda de divisas
- Importaciones crecerán más que exportaciones y habrá mayor presión cambiaria
- Déficit del sector público aumentará demanda agregada
- Ascenso al final año será leve

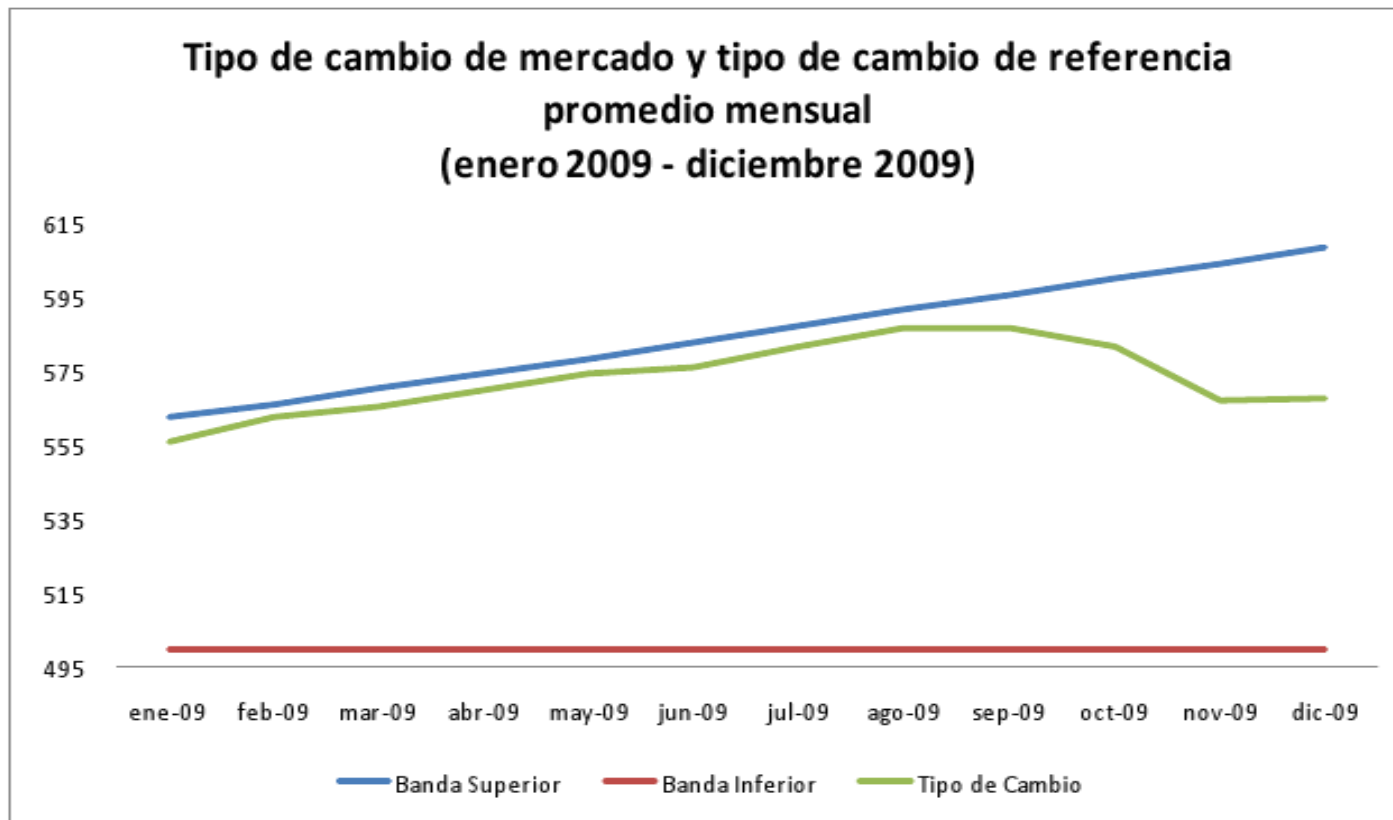
Tipo de cambio nominal

- Diferencia de inflación debería provocar ajustes en tipo nominal para mantener ITCER
 - Aumentos de la liquidez (emisión)
 - Incrementos en el crédito a sectores público y privado
 - Inflación interna superior a la externa (PPP)
- Ajustes por cambios en tasas de interés
 - Tasas mayores que las internacionales inducen entradas de capital
 - Tasas reales se miden con base en inflación futura, no la inflación pasada
- ¿Ha habido represión monetaria y financiera que provoque ajustes en el tipo de cambio nominal?
- Evidentemente, la política monetaria y crediticia ha sido más restrictiva

ITCER



Tipo de cambio de mercado



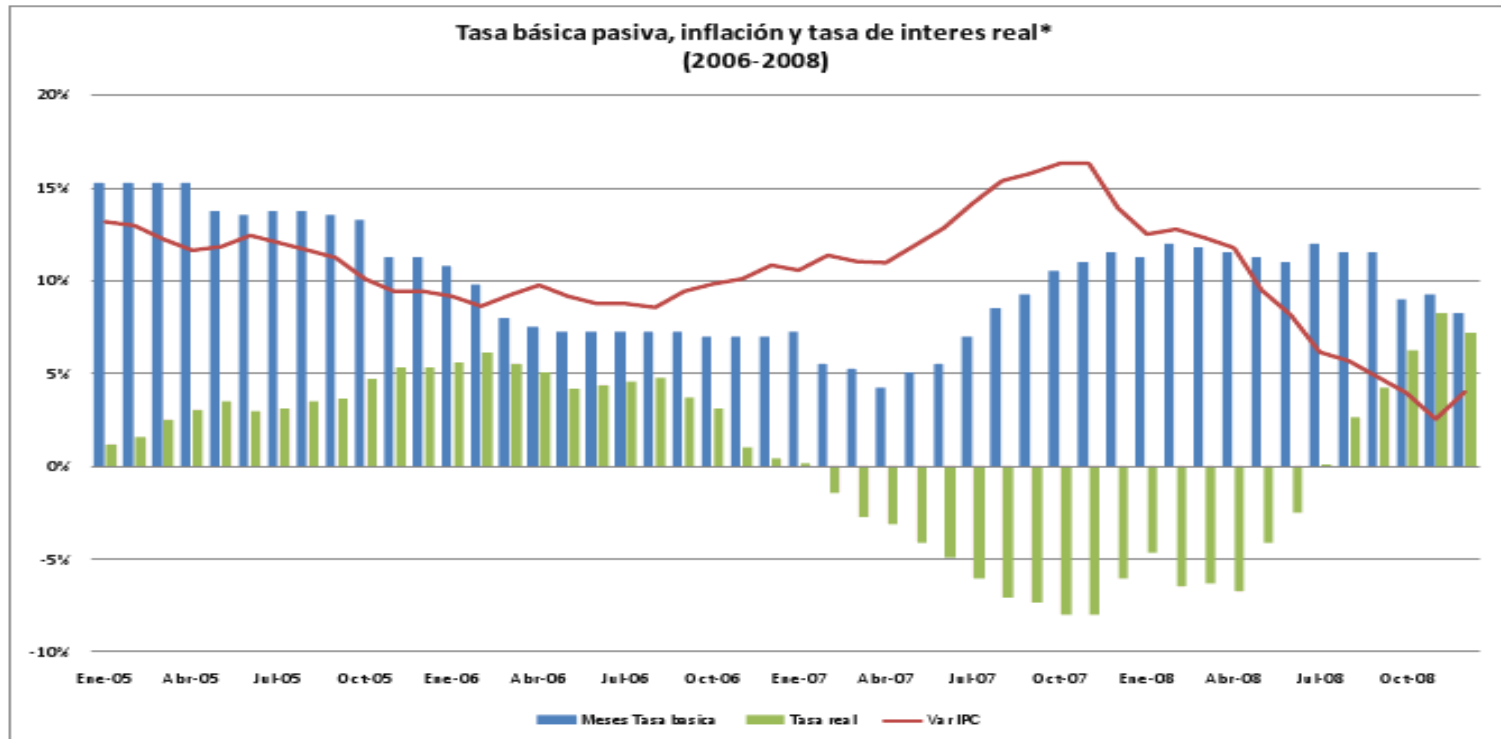
Conclusiones sobre tipo de cambio de equilibrio

- Parecía que el tipo de cambio real había encontrado una zona de equilibrio: alrededor de C550 por 1\$.
- Pero la continua caída lanza dudas sobre la tendencia
- ¿Habrá algún grado de especulación; lavado?
- El tipo de cambio real se ajustará en el segundo semestre conforme se recuperen la economía nacional e internacional
- El ajuste será leve.
- Las expectativas cambiarias lo ubican alrededor del 5%
- No se perfilan desequilibrios macroeconómicos ni políticas monetarias del BCCR capaces de provocar cambios abruptos en el tipo de cambio nominal
- Tipo de cambio nominal seguirá siendo volátil. La volatilidad es intrínseca a todo mercado cambiario

Tasas de interés

- Tipo de cambio dejó de imponer un piso a las tasas de interés. Pero ...
- Las bajas tasas en US y la afluencia de capitales impide subirlas para controlar mejor la inflación
- ¿Están las tasas en niveles de equilibrio?
- Inflación ha bajado. Tasas reales se han recuperado
- Pero, ¿Cómo se miden las tasas reales: con inflación pasada o futura?
- Poco margen para reducir las tasas en el futuro (FMI)
- Déficit fiscal impondrá presión a las tasas en el futuro
- Revivirán los intentos de una reforma fiscal

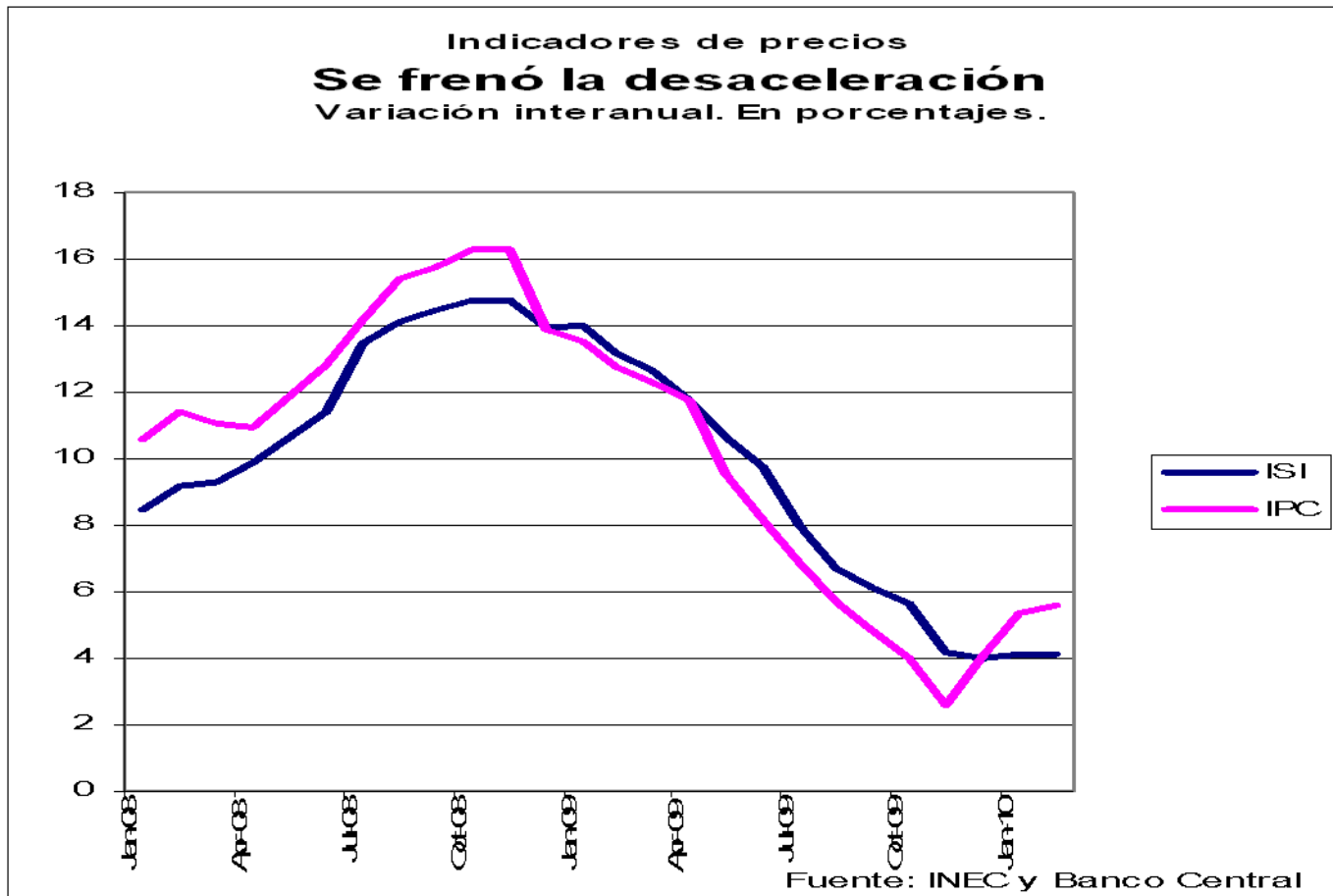
Tasa Básica pasiva, inflación y tasas reales de interés



Inflación

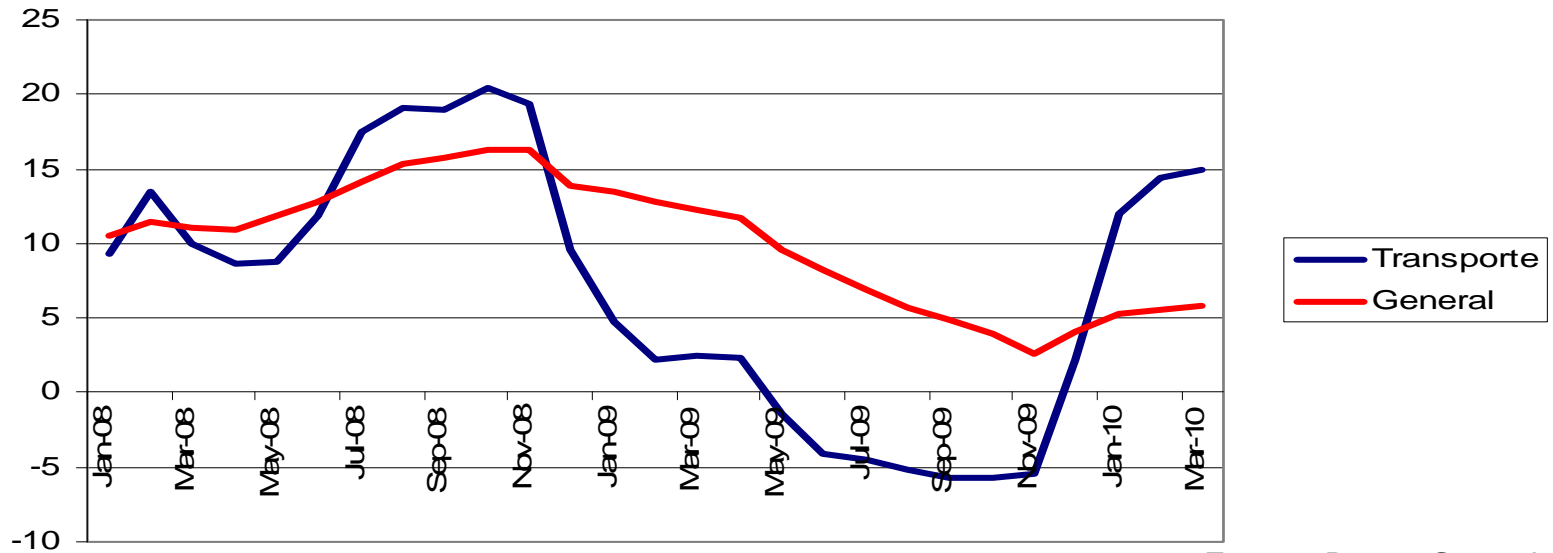
- Inflación en primeros dos meses de 2010 fue alta, pero en marzo bajó a 0,24%. Acumulado (2,63%)
- Inicia una nueva tendencia?
- Metas del BC: 5% (+ - 1%)
- Expectativas del público 7,3%.
- Tasas de interés han bajado y vuelto a subir.
Actualmente: 8%
- ¿Se cumplirán las metas del BC de 5% (+ - 1%)?
- El régimen cambiario permitió eliminar una fuente de emisión
- Recesión redujo presión cambiaria
- Estabilidad cambiaria redujo efecto traspaso de la devaluación

Inflación



Inflacion IPC

**Variación interanual
Alza en transporte
triplica la inflación
En porcentajes**



Fuente: Banco Central

Inflación

Argumentos en contra

- Inflación acumulada a marzo Anualizada 10,5%
- En 3 meses se comió la mitad de la meta anual
- Expectativas no ceden con esos datos
- Liquidez programada excede 3 veces el crecimiento esperado del PIB
- Déficit fiscal aumenta a 4% del PIB
- Inflación baja del 2009 gracias a recesión, pero
- Crecimiento PIB comienza a subir
- Demanda de crédito comienza a levantar

Inflación

Argumentos a favor

- Liquidez, medio circulante y emisión crecieron en 2009 menos que la inflación. Por tanto, no hay rezagos inflacionarios
- Crédito también bajó a 4% después de subir un 30% en el pasado
- Régimen cambiario dejó de influir en política monetaria
- Tipo de cambio ha estado estable, por debajo de la banda superior
- Aumento enero y febrero principalmente en bienes regulados
- El Índice Subyacente de inflación (ISI) en enero mostró una tasa interanual de crecimiento del 4%. Indica que los productos de menor volatilidad y no sujetos a regulación no aumentan
- IPPI inflación negativa, No se vislumbra aceleración IPC
- Índice de medias truncadas tampoco muestra inflación
- Cálculos del PIB potencial indican que crecimientos sobre 4% anual durante varios años ocasionan presiones inflacionarias.
- Crecimiento PIB en 2009 lo ubican en -1.3% y este año, un 3.2%, lo cual indica que la capacidad instalada en el país perfectamente puede hacer frente a un incremento en la Demanda Agregada.

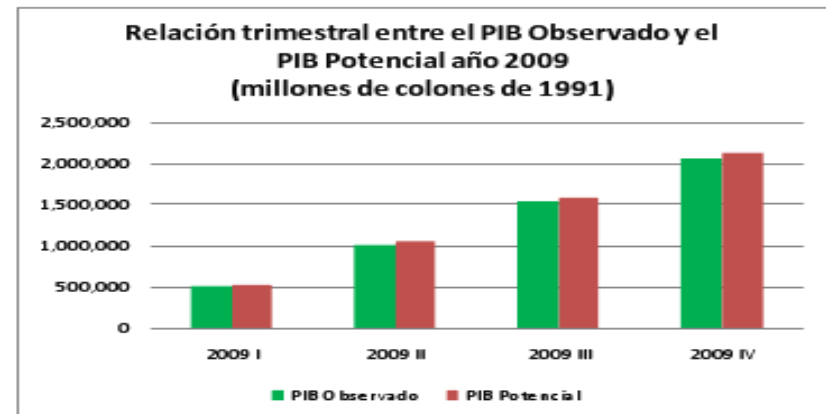
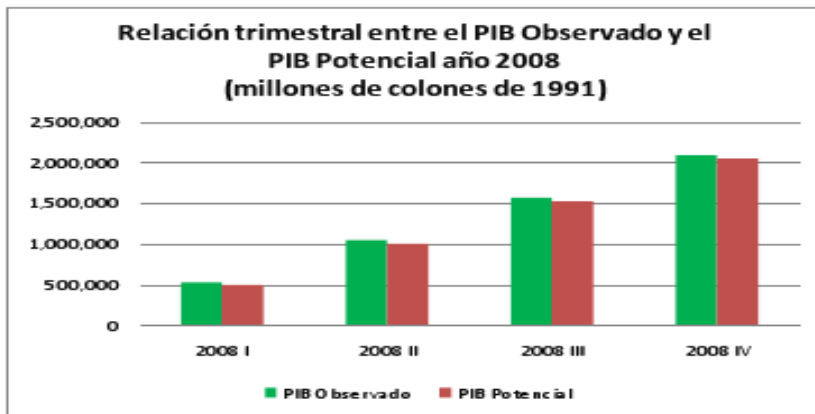
Inflación

Argumentos a favor (2)

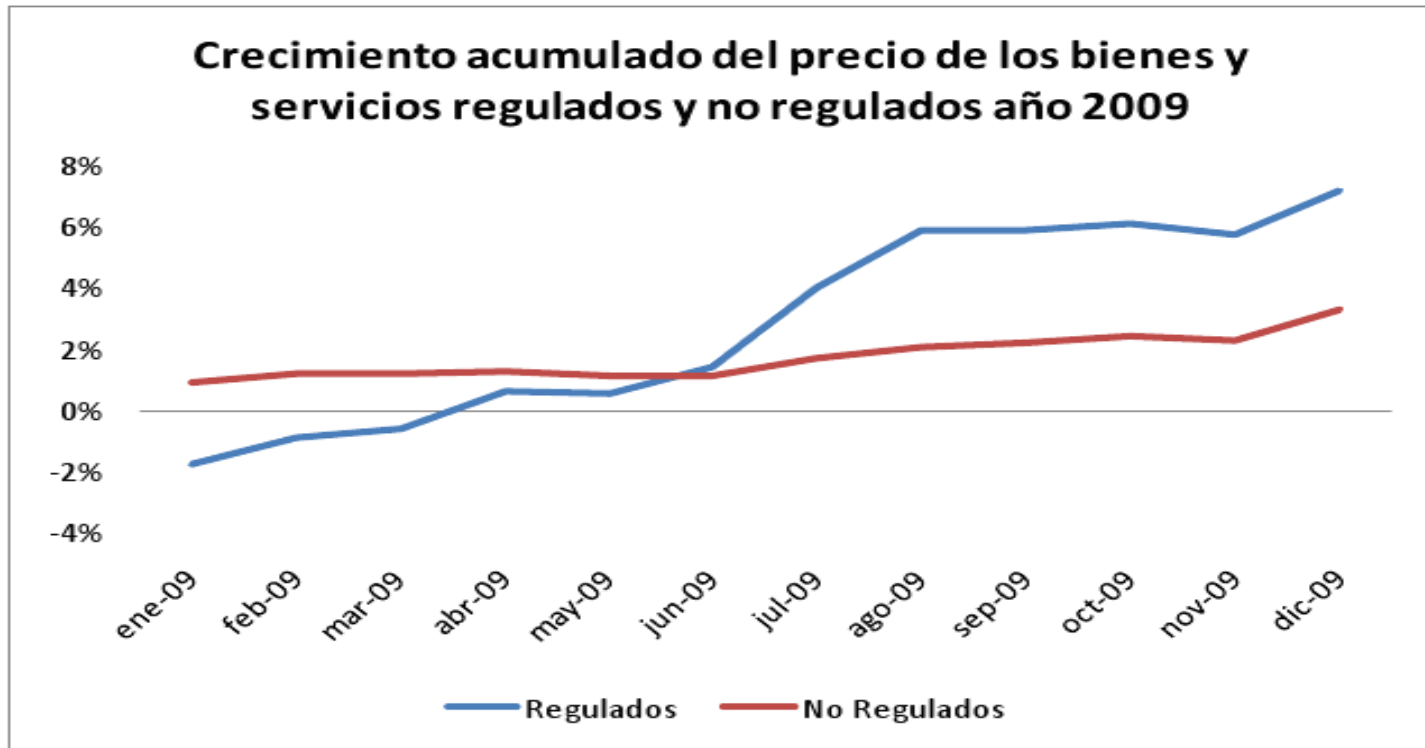
- Por el lado de la Demanda Agregada tampoco se vislumbra un fuerte aumento. El empleo no se recupera, el aumento en los salarios no ha sido importante y el gasto público no es tan grande dado el escaso margen de acción
- La mayoría de los países en LA, incluso con metas de inflación, registraron un incremento en los precios inusual e inesperado, sin embargo ningún banco central ha modificado su meta para todo el año, en vista de que se considera que ese dato puntual no significa una tendencia a acelerarse de la inflación.
- Los pronósticos a nivel mundial no indican un repunte de la inflación en los países desarrollados que sería exportada al resto del mundo.
- **En resumen**, la meta de inflación que el BCCR ha establecido para estos dos años que vienen es alcanzable y está bien sustentada, por lo que las expectativas del público deberían de estarse situando alrededor de esa meta.

PIB

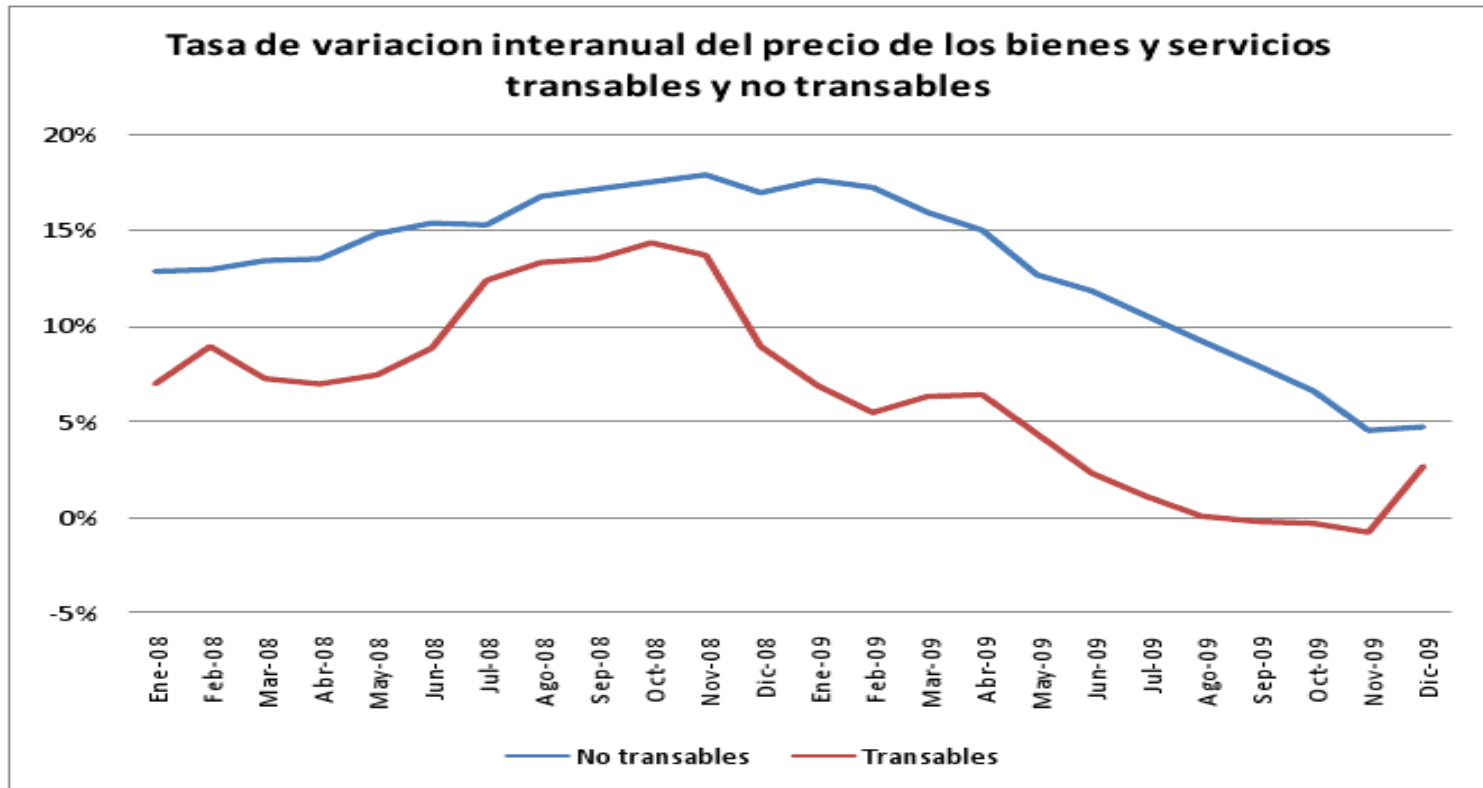
La brecha de producción



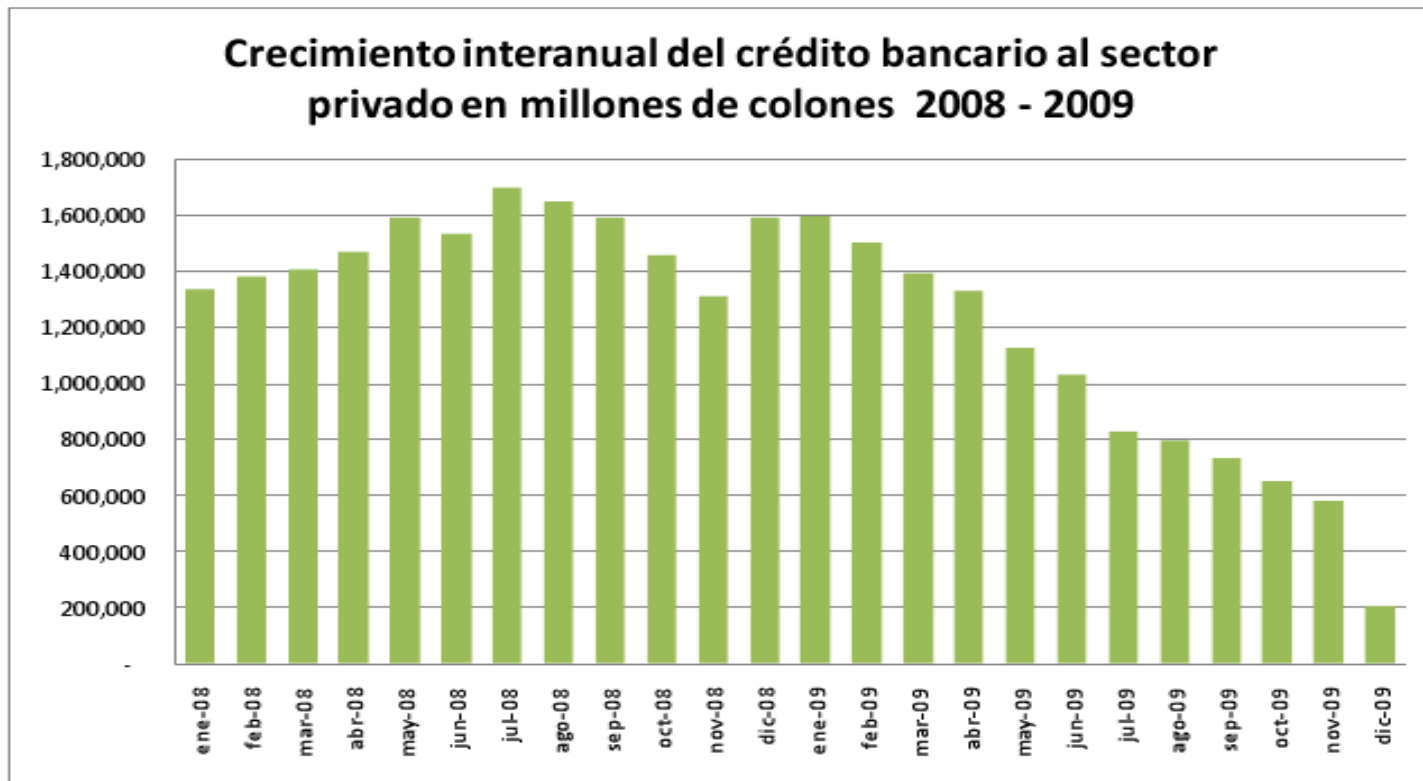
Bienes regulados y no regulados



Bienes transables y no transables



Crédito al sector privado



IICE- UCR

Incertidumbre sobre la política macro

- En 2007-08 el BCCR bajó tasas de interés para desestimular entradas de capital y sostener el tipo de cambio. Pero estimuló la inflación (16% nov 2008).
- Hoy le están recomendando lo mismo
- Si baja tasas de interés por debajo de expectativas de inflación (7-8%), BCCR perdería nuevamente control de la inflación
- Si no interviene en mercado cambiario, afectaría a receptores de divisas
- Dilemas:
 - controlar el tipo de cambio o controlar la inflación
 - Estimular la producción o garantizar estabilidad
- FMI
 - Recomienda ser cautelosos con liquidez y crédito
 - Consolidar la flexibilidad cambiaria
 - Dar pendiente negativa a banda inferior
 - Clarificar rol del BCCR en el mercado cambiario

Conclusiones

- Se mantendrá la volatilidad cambiaria, pero ...
- Tipo de cambio promedio anual no variará mucho
- Tasas de interés mantendrá su volatilidad, pero no subirán (ni bajarán) abruptamente
- Inflación será moderada, aunque, quizás, no se cumplan las metas del Central
- La situación fiscal tenderá a deteriorarse
- Para mantener el equilibrio macro, tipo de cambio deberá seguir flotando, la política monetaria debe ser conservadora, y tasas de interés deben responder a escasez de liquidez.

Conclusiones

- Mercado cambiario es, por definición, variable
- Imposible pretender que diariamente se equilibren la oferta y la demanda
- Monex es un mercado residual. Pero refleja el equilibrio o desequilibrio del mercado más grande: ventanilla
- Con las minis o bandas estrechas, había más estabilización cambiaria, pero...
- La inflación era más elevada y las tasas de interés más altas que las del mercado internacional
- La pregunta es ¿Qué hará el BCCR?

Retos del BCCR para 2010

- **El régimen de bandas y la flotación tienen muchos enemigos:**
 - bancos, exportadores, empresarios, economistas, políticos,
 - Pretenderán que BCCR intervenga en el mercado cambiario para moderar fluctuaciones cambiarias
- **Dilemas:**
 - BC se debatirá entre dos objetivos: defender el dólar o el colón
 - controlar el tipo de cambio o controlar la inflación: costos y beneficios
 - Estimular la producción o garantizar estabilidad
- Algunos querrán cerrar la cuenta de capital
- Para defender el colón tendrá que dejar flotar el tipo de cambio, controlar más eficazmente la emisión (liquidez y crédito) y alinear las tasas de interés con las del mercado internacional
- Avanzar más rápidamente a *inflation targets*
- Evitar financiar indirectamente el déficit fiscal
- Otras reformas para consolidar la autonomía del BCCR