



DECIMOSÉPTIMO INFORME ESTADO DE LA NACIÓN (2010)

POLÍTICA CAMBIARIA E INFLACIÓN: RETOS Y VULNERABILIDADES EN UN CONTEXTO DE RECUPERACIÓN ECONÓMICA

Informe final

Investigador:

Pablo Villamichel Morales

Agosto, 2011

Nota: Las cifras de las ponencias pueden no coincidir con las consignadas por el Decimoséptimo Informe Estado de la Nación (2010) en el tema respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Comportamiento de la Inflación y el Tipo de Cambio	4
Determinantes de la Inflación y el Tipo de Cambio	8
Entorno Económico Internacional	9
Actividad Económica Local y Cuenta Corriente	12
Flujos de Capital Internacional.....	13
Factores de Atracción vrs. Factores de Empuje.....	14
Composición de los Flujos de Capital	15
Cambios en la Composición de Préstamos y Depósitos por Moneda.....	21
Impacto de la Inflación y Tipo de Cambio en la Competitividad	26
Conclusiones y Recomendaciones.....	28
Glosario	32
Bibliografía.....	34
Dificultades en la Investigación	35
Anexos	36

Descriptores

Inflación, economía internacional, tipo de cambio, inversión extranjera directa, política monetaria.

Resumen Ejecutivo

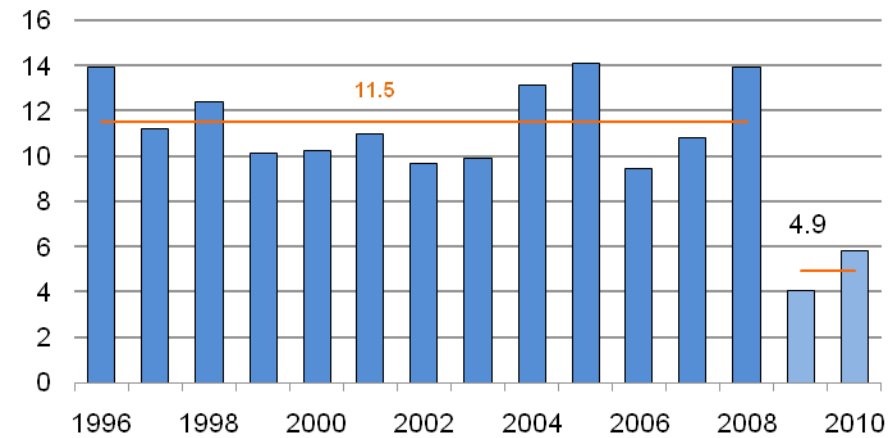
Por segundo año consecutivo, en el año 2010 la inflación fue significativamente inferior al promedio histórico. Aun así, la inflación acumulada entre 2007 y 2010 fue superior a la de países comparables y esta diferencia no ha tendido a revertirse. El aumento de los precios en este período no ha sido uniforme. En particular, los precios de los bienes no transables continuó creciendo a un mayor ritmo que el precio de los bienes transables. La evidencia sugiere que los precios de los bienes transables no se han reducido en línea con el menor tipo de cambio, lo que no permitió alcanzar una inflación aún menor en 2010. Por su parte los bienes no transables han mostrado un encarecido gradual como resultado del aumento de ingreso asociado a la inversión extranjera directa en empresas de la nueva economía y efecto que se reforzó en los últimos dos años por el aumento del gasto en planilla del Gobierno.

La apreciación del tipo de cambio durante 2010 –que regresó a niveles comparables a los de 2008– obedeció a la política monetaria expansiva en EEUU con bajas tasas de interés que incentivó aumento de flujos de cartera, adicionalmente contribuyeron la colonización de depósitos de residentes y el cambio en la posición cambiaria de los Bancos Comerciales. El resultado del comportamiento conjunto de la inflación y el tipo de cambio fue la apreciación del tipo de cambio real, lo que compromete la competitividad especialmente en sectores de la vieja economía.

Introducción

Durante el año 2010 y por segundo año consecutivo, la inflación en Costa Rica se mantuvo en un dígito luego de más de dos décadas en las que persistentemente fue elevada. La inflación aumentó de 4.1% a 5.8%, pero se mantuvo dentro del rango de 4%-6% establecido de antemano por el Banco Central de Costa Rica, al mismo tiempo que el tipo de cambio se apreció significativamente. Este resultado nuevamente invita a analizar las circunstancias económicas que determinaron este ritmo de cambio de los precios y su impacto sobre la economía, de tal forma de determinar si es permanente o el resultado de condiciones transitorias.

Gráfico1
Costa Rica: Inflación Interanual (%)



Fuente: Banco Central de Costa Rica

En el año 2010 se normalizaron los mercados internacionales tras la severa crisis económica y financiera internacional de 2008. Esta recuperación internacional se sustentó en las políticas monetarias expansivas de las autoridades económicas de los países desarrollados y que perduran hasta la actualidad. Estas medidas gestaron la reactivación acelerada de los flujos de capital hacia los países emergentes y la apreciación de la mayoría de las monedas respecto al dólar, o lo que es más apropiado, la devaluación generalizada del dólar.

La inflación y el tipo de cambio están intrínsecamente relacionados, se retroalimentan entre sí y en su conjunto afectan la competitividad del país. En vista de que la autoridad monetaria cuenta con un inventario de instrumentos de política con el cual es imposible discriminar entre objetivos de inflación y de tipo de cambio, el análisis del comportamiento de los precios no puede abstraerse del desempeño del mercado cambiario.

El objetivo de reducir definitivamente la inflación contribuye a mejorar la distribución de la riqueza y a optimizar las decisiones de consumo e inversión. La medición de la inflación

consiste en calcular frecuentemente el precio de una canasta estática de productos y servicios, de tal forma de comparar su valor en el tiempo. El cambio porcentual del valor de esta canasta es lo que se conoce como inflación, porque aproximadamente mide el aumento generalizado y sostenido de los precios. Sin embargo, la canasta puede ir cambiando de precio en la medida que algunos productos son demandados más o menos que otros y por ende afectando su precio en forma diferenciada. También, algunos conjuntos de precios son afectados por factores diferenciados entre sí. De esta forma, la medición de la inflación puede ser afectada por el cambio en precios relativos.

Esta ponencia tiene como principales objetivos:

- Describir el comportamiento reciente de la inflación y de sus principales componentes.
- Determinar el efecto del tipo de cambio sobre el resultado de la inflación
- Analizar los principales factores que afectan el comportamiento del tipo de cambio
- Analizar las herramientas y políticas de las autoridades económicas para el control de la inflación e influenciar el tipo de cambio

Al igual que en la ponencia del año pasado, se plantea que hay dos factores estructurales que afectan la dinámica de la política monetaria en Costa Rica que vale la pena repasar. La primera es la descapitalización del Banco Central de Costa Rica, que obliga a la autoridad monetaria a mantener más pasivos con costo en su balance para compensar el hecho de no contar con capital. La segunda es la dualidad monetaria, que surge de la coexistencia del colón y el dólar como monedas perfectamente sustitutas entre sí. Se argumenta que esta institucionalidad reduce el ámbito de acción de las herramientas con que cuenta la autoridad monetaria.

En adición a estos dos factores, en este documento también se hará referencia a las inflexibilidades que restringen los ajustes de los precios y la producción, especialmente en los sectores de la vieja economía como determinantes del comportamiento de la inflación y del tipo de cambio. Entre los elementos transitorios que pueden estar afectando la dinámica de precios y tipo de cambio se analizan los flujos de cartera internacionales, el cambio de composición de préstamos y depósitos en el sistema financiero en respuesta al nuevo sistema cambiario. Adicionalmente, se argumentara que los cambios de la composición de la producción y el empleo tienden a encarecer la producción local.

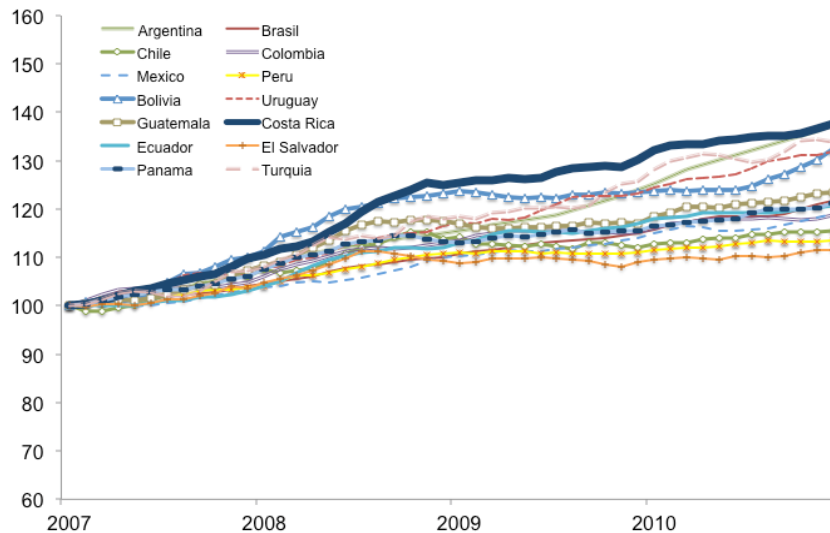
En la primera sección de este documento se describirá el comportamiento de los la inflación y el tipo de cambio. En la segunda se profundizará sobre sus determinantes. En el tercer segmento se analizarán los efectos sobre la competitividad. Por último se desglosan las conclusiones y se ofrecen algunas recomendaciones.

Comportamiento de la Inflación y el Tipo de Cambio

Como se mencionó en la introducción de esta ponencia, durante 2010 se registró por segundo año consecutivo una inflación inferior al promedio histórico, lo que por si solo es un resultado muy positivo. Sin embargo, el resultado de 5.8% para este año se encuentra aún por encima del promedio mundial de 4.1%¹ y por encima del promedio observado en países emergentes comparables de 4.8%.²

Al expandir el período de comparación a 2007-2010 se observa como la inflación acumulada en Costa Rica fue mayor. De esta forma, el nivel de precios en Costa Rica creció más que en el resto de países emergentes comparables, sin que hasta ahora se logró una corrección. Los países seleccionados son en su mayoría latinoamericanos, con una amplia exposición al comercio y flujos de capital internacionales. Esto implica que nuestro país se torno más caro y se ha mantenido más caro relativamente, como se puede observar en el Gráfico 2 a continuación.

Gráfico 2
Países Seleccionados: Índice de Precios al Consumidor
(Índices 100=Enero 2007)



Como se muestra a continuación en el Cuadro 1, la inflación en Costa Rica no ha sido homogénea en todos sus componentes, más bien se puede notar un cambio en precios relativos entre distintas clasificaciones de los productos del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Salta a la atención el hecho de que en los últimos dos años los bienes regulados han sido más elevados que los no regulados. Para 2010 los bienes

¹ World Economic Outlook Database, Abril 2011

² Ver Anexo 1

regulados subieron de precio un 8.6% en tanto que los no regulados lo hicieron en un 5.1%. Los precios de los bienes regulados no están sujetos a la interacción de oferta y demanda, más bien se ajustan mediante metodologías que solo consideran los costos de producción. Esos ajustes pueden estar rezagados y generar inercia o tener algún componente de subjetividad. De esta forma, estas metodologías restan incentivos a buscar mejoras de productividad en la producción de bienes regulados ante cambios de la economía.

Cuadro 1
Inflación y Tipo de Cambio
(Variación interanual a diciembre de cada año, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
IPC	14.1	9.4	10.8	13.9	4.1	5.8
Canasta Básica Alimentaria	22.0	9.3	21.0	24.4	-3.6	14.0
Bienes Regulados	14.4	8.7	11.1	11.7	7.2	8.6
Bienes No Regulados	14.0	9.7	10.7	14.5	3.3	5.1
Bienes Transables	18.0	9.5	7.2	9.0	2.7	1.0
Variación del Tipo de Cambio del Colón ^{1/}	-7.7	-4.1	4.0	-10.3	-1.7	10.2
Bienes Transables denominados en \$	9.0	5.0	11.5	-2.3	1.0	11.3
Bienes No Transables	12.4	9.8	13.2	17.0	4.8	8.6

Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos

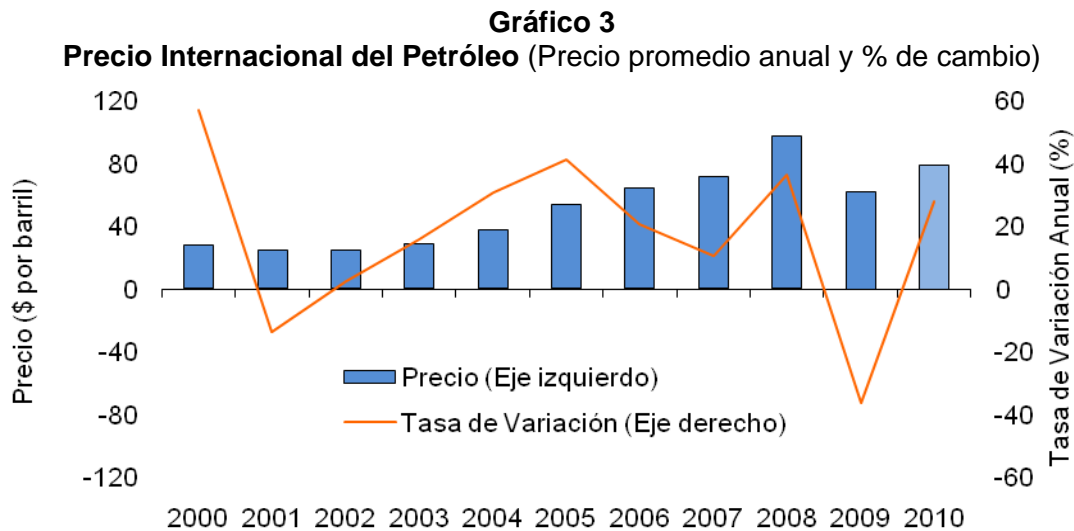
^{1/} Medición interanual del promedio del tipo de cambio de compra y venta de referencia del BCCR

Más relevante aún es el hecho de que en los últimos 5 años los bienes no transables han aumentado consistentemente más que los bienes transables. Los bienes transables tienen un precio internacional dado que no puede ser afectado por la oferta y demanda local de un país pequeño como Costa Rica, en tanto que la demanda de los bienes no transables está limitada por la oferta local. Para 2010, los precios de los bienes no transables aumentó un 8.6% en tanto que los transables aumentaron en un 1%.

El aumento más que proporcional en los precios de los no transables esta sustentado en buena parte en un proceso de transformación de la estructura productiva del país. La migración de una economía agrícola, a una economía manufacturera y más recientemente hacia una economía de servicios, han generado más y mejores oportunidades para una gran cantidad de jóvenes trabajadores en la nueva economía. Tanto es así que antes se decía que no había suficientes costarricenses para cosechar el café. Actualmente, no hay preocupación por la escasez de trabajadores con las calificaciones suficientes para continuar cubriendo las crecientes necesidades de las empresas transnacionales, que llegan al país como resultado de la exitosa política de atracción de inversión extranjera directa. El gasto fiscal, que en los últimos dos años se ha concentrado en aumentos de planilla, tiene un efecto similar al aumentar la capacidad de gasto de las familias. En efecto, se ha visto un aumento de salario real y de la cantidad de personas empleadas por el estado y en sectores relacionados a inversión extranjera directa.

El mayor ingreso per capita, de la mano de una creciente fuerza de trabajo, genera más demanda de bienes importados –con precios internacionales dados– y de bienes locales con oferta relativamente inelástica. Esto genera el aumento de precios de los bienes y servicios producidos y consumidos localmente. También existen factores coyunturales relacionados con la dinámica del crédito local y los agregados monetarios que paralelamente afectan la dinámica del tipo de cambio y que son abordados en lo que resta del documento.

En el caso de los bienes transables, se podría presumir que su precio debería responder directamente a los precios internacionales y al tipo de cambio, pero este no fue el caso en 2010. En efecto, durante el año pasado los principales precios internacionales no tuvieron un comportamiento dramático y el tipo de cambio se apreció 10.2%, con lo cual se habría esperado una reducción de los precios locales de los bienes transables se refiere a una reducción en su crecimiento?. Por ejemplo, el precio internacional del petróleo –uno de los más relevantes para la economía del Costa Rica– se mantuvo por debajo del precio observado en 2008. Sin embargo, en 2010 los precios de los bienes transables ajustados por la apreciación del tipo de cambio aumentaron 11.3%, que es un cambio inesperadamente elevado.³



Nota: Precio promedio simple de tres fuentes de precio: Dated Brent, West Texas

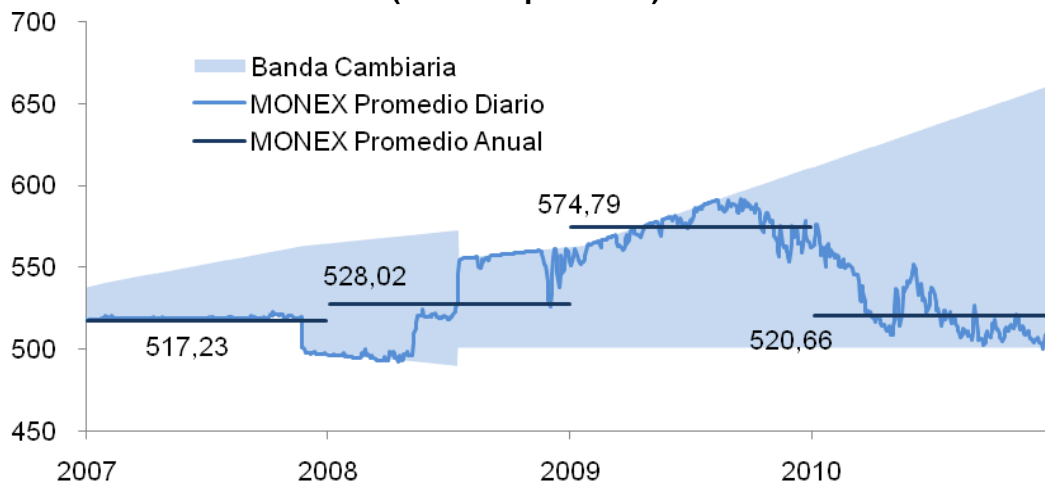
El hecho de que los precios de los transables no se ajuste al comportamiento del precio internacional y al tipo de cambio es evidencia de que existen mecanismos de inflexibilidad de precios a la baja o al menos algún efecto coyuntural que rezaga el ajuste de precios ante el nuevo esquema monetario, que implica un proceso de cambio de ancla nominal de la devaluación a las metas de inflación. Esto se puede deber en

³ Para este calculo se asume que los precios de los bienes transables cambian proporcionalmente al tipo de cambio. Se basa en la premisa de que los precios internacionales de los bienes transables están definidos en USD.

parte a mecanismos de protección cambiaria rudimentarios en los cuales los empresarios protegen el valor de sus inventarios manteniéndolos al tipo de cambio de compra, al no estar convencidos de que el tipo de cambio vaya a permanecer cerca del piso de la banda. Este efecto se ira diluyendo y permitirá tener un efecto favorable sobre la inflación en la medida que esos inventarios se vendan y se sustituyan con nuevos comprados a un tipo de cambio menor. Esta situación aumenta el riesgo de que la inflación aumente si el tipo de cambio sube, denotando un efecto asimétrico del tipo de cambio sobre los bienes transables.

En retrospectiva, el tópico económico local más discutido del año 2010 fue la apreciación del colón y la llamada de atención de una parte del sector exportador sobre su impacto en la competitividad de la producción local en el exterior. El tipo de cambio gradualmente transitó desde 600 colones por dólar en el tercer trimestre de 2009 a cerca del piso de la banda de 500 colones por dólar a finales de 2010.

Gráfico 4
Costa Rica: Tipo de Cambio
(Colones por dólar)

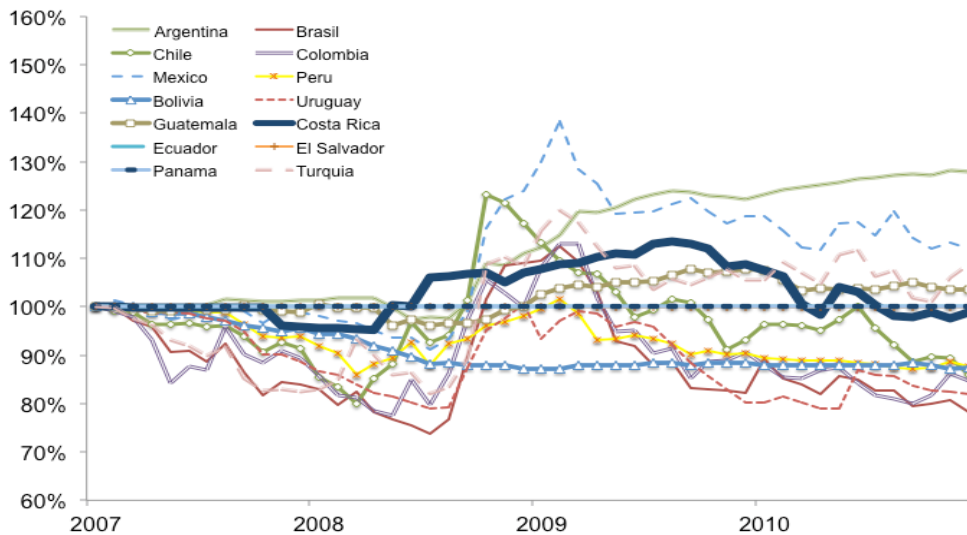


Fuente: Banco Central de Costa Rica

Hay que notar que el tipo de cambio se apreció, pero hasta alcanzar un nivel muy similar al que registrado en 2007 y 2008, como se muestra en el Gráfico 3. Esto invalida la interpretación de que la apreciación del tipo de cambio por si solo le resta competitividad al país. La reversión de los mecanismos puntuales que promovieron la devaluación nominal en 2008 y la primera parte de 2009, son responsables de la apreciación de 2010. Estos mecanismos se resumen principalmente en acciones de agentes para protegerse de los efectos de la crisis financiera en una moneda fuerte ante la incertidumbre de los potenciales efectos sobre las economías emergentes y en particular sobre la economía de Costa Rica. Por lo tanto, la apreciación reciente del tipo de cambio nominal solo corrige la devaluación inmediatamente previa y por lo tanto el análisis debe ser complementado incorporando el efecto de la inflación en la competitividad.

Para poner en perspectiva la magnitud de las fluctuaciones cambiarias en Costa Rica en contexto internacional, el Gráfico 4 compara la devaluación de las monedas de una selección de países respecto al dólar durante el período comprendido entre el año previo al impacto de la crisis y su recuperación. Como se puede observar el tipo de cambio del colón no se ha apreciado significativamente entre 2007 y 2010. Incluso se puede argumentar que ha tenido una volatilidad más comedida que las monedas de los demás países presentados durante la totalidad de ese período. El sistema de bandas limitó las oscilaciones del tipo de cambio, evitando una mayor apreciación entre 2007 y 2008, limitó una mayor devaluación entre 2008 y 2009, y de nuevo contuvo la apreciación entre 2009 y 2010.

Gráfico 5
Países Seleccionados: Tipo de Cambio Moneda Local por Dólar
(Moneda local por Dólar, Índices 100=Enero 2007)



Determinantes de la Inflación y el Tipo de Cambio

El comportamiento de los precios –de los cuales el precio de la divisa norteamericana es uno de los principales– es el resultado de elementos locales y externos, algunos transitorios en tanto que otros responden a procesos estructurales con implicaciones de más largo plazo. Para el desarrollo de esta sección, estos pueden ser resumidos de la siguiente forma:

- Recuperación Internacional
- Actividad Económica Local
- Gasto Fiscal
- Política Monetaria
- Resultado del flujo de Comercio Internacional de Bienes y Servicios
- Cambios en la tenencia de dólares y colones de los agentes locales

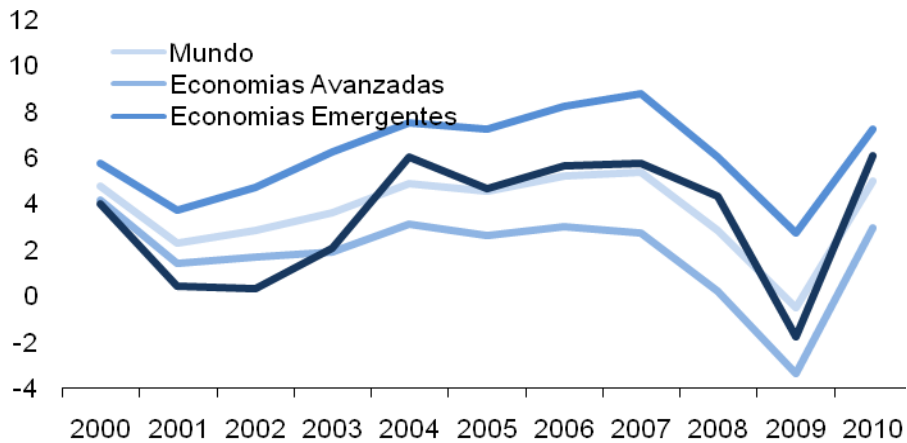
- Flujos de Capital Internacional
- Influjo de capitales ilícitos

En esta sección se estudiará el impacto de estos factores sobre la inflación y el tipo de cambio, al tiempo que analiza su interacción con el sistema de bandas cambiarias y las medidas de política económica adoptadas por el Banco Central de Costa Rica sobre el tipo de cambio. Además, se analiza la experiencia de otros países que enfrentaron la apreciación de sus monedas.

Entorno Económico Internacional

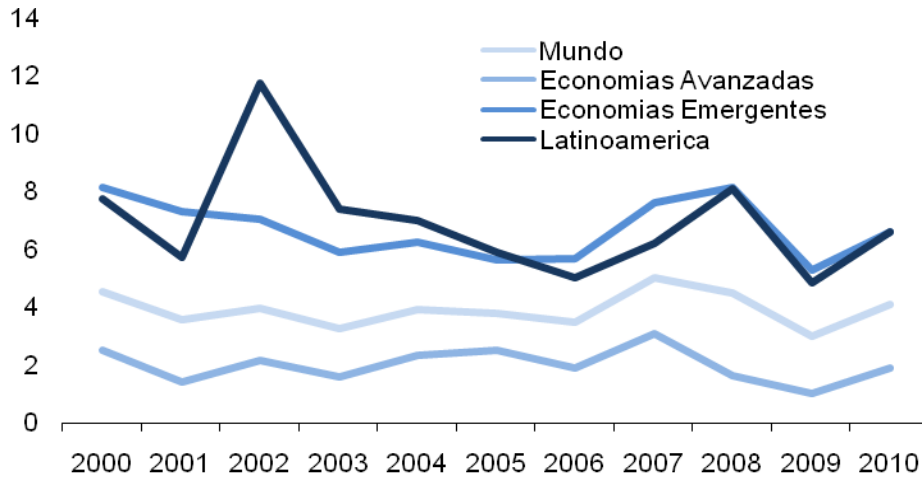
Tras la recesión de los años 2008 y 2009, la economía global mostró un repunte de la producción en 2010 con tan solo un leve aumento de la inflación. Las autoridades económicas de los países desarrollados –particularmente de EEUU– debieron avocarse políticas remediales que permitieran sustentar la recuperación, implementaron políticas de gran envergadura cuyas repercusiones se reflejaron y continuaron reflejándose a escala global por algunos años. Estas medidas modificaron el foco de la inversión, producción y consumo que se desviaron de las economías desarrolladas hacia las economías emergentes.

Gráfico 6
Mundo: Crecimiento real anual del PIB (Agrupaciones seleccionadas, %)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic

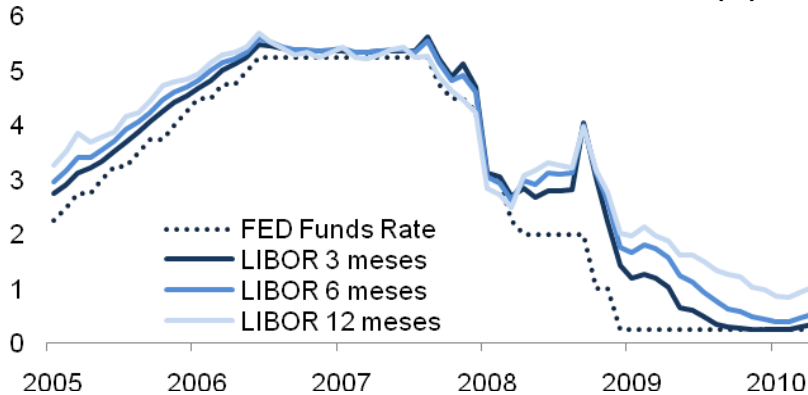
Gráfico 7
Mundo: Inflación Interanual (Agrupaciones seleccionadas, %)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Database.

Las autoridades económicas norteamericanas inicialmente contrarrestaron el efecto de la crisis implementando una política monetaria expansiva que llevó la tasa de interés de corto plazo a niveles muy cercanos a cero. La persistencia de las secuelas de la crisis probó que esta política ortodoxa era insuficiente debido a que el nivel de las tasas de corto plazo ya no eran efectivas para tener un impacto positivo adicional sobre los mercados financieros y la actividad económica.

Gráfico 8
EEUU: Tasas de Interés de Corto Plazo (%)

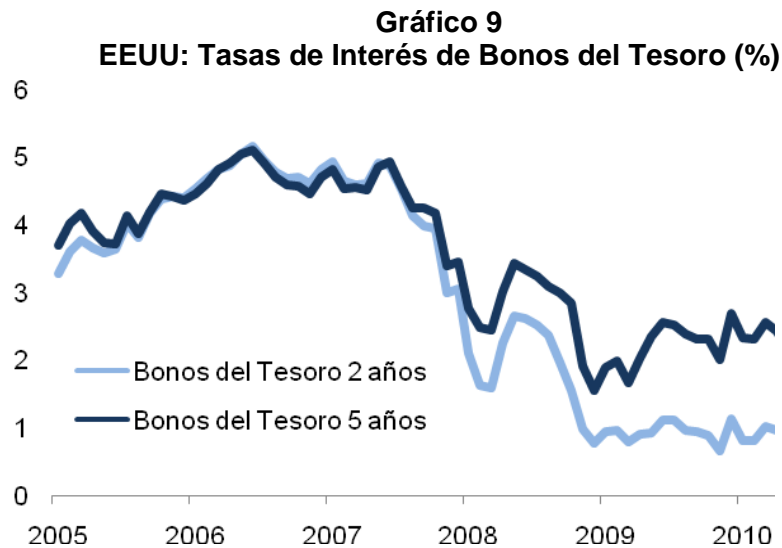


Estas limitaciones a las que se enfrentó la autoridad monetaria de EEUU dieron paso a políticas menos convencionales de estabilización por medio de dos programas de flexibilización cuantitativa⁴. Bajo este esquema la autoridad monetaria compra bonos de gobierno y otros activos financieros de mediano y largo plazo, emitiendo dinero nuevo que eleva el precio de los mismos. Esto se refleja en la reducción de las tasas de

⁴ Traducido de "Quantitative Easing" en inglés

interés de mercado a plazos más largos de lo que sus instrumentos regulares de política monetaria se lo permitirían. El objetivo es que el nuevo dinero incrementa las reservas de los bancos comerciales, en conjunto con menores tasas de interés, para incentivar la creación de crédito. Esto no siempre es el caso. El hecho de que el dólar sea la principal moneda de reserva internacional, permite que parte de ese aumento de dinero no se quede en los EEUU sino que buscara alternativas más rentables internacionalmente.

Para dimensionar la magnitud de este programa, la Reserva Federal de los EEUU (FED) tenía aproximadamente \$750.000 millones en notas del Tesoro de EEUU antes de que se desatara la crisis. A finales de 2008, la FED empezó a comprar bonos respaldados por hipotecas sub-prime y deuda subordinada de bancos. Para finales de 2009 sus tenencias en estos tres tipos de activos alcanzó \$1,75 billones, que continuaron creciendo hasta los \$2.1 billones a mediados de 2010. En Noviembre de ese mismo año, anuncio una nueva ronda de flexibilización cuantitativa ante la percepción de que la economía aún no se estaba recuperando autónomamente. En esta ocasión compraría \$600.000 millones adicionales de bonos del Tesoro hasta finales del primer semestre de 2011.



En definitiva el factor externo determinante durante 2010 es el significativo crecimiento de la cantidad de dólares y la reducida tasa de interés resultante en EEUU, incentivando la recuperación del consumo externo al tiempo que aumentó los flujos de capital internacional en busca de mejores rendimientos en economías emergentes como la de Costa Rica. En vista de este hecho se puede presagiar un período de inflación más elevada en el mediano plazo, especialmente si la reactivación internacional sigue siendo poco robusta.

En este documento no se debe omitir hacer referencia al potencial efecto de ingreso de capitales ilícitos que pueden estar afectando la oferta de dólares en el país. El país ha

sido mencionado como un destino de recursos relacionados al lavado y al trasiego de droga por autoridades de los EEUU y por formadores de opinión local⁵. Sin embargo, a la fecha no se cuenta con información que permita dimensionar el tamaño de este flujo y en particular, si en el pasado reciente ha aumentado significativamente. Este es uno de las principales limitaciones para evaluar este factor dentro de esta ponencia.

Actividad Económica Local y Cuenta Corriente

El elevado grado de integración de la economía costarricense al comercio internacional permitieron una recuperación paralela de la producción local a la del resto del mundo. Como se puede ver en el Cuadro 2, las exportaciones crecieron 4.8% en términos reales tras dos años consecutivos de contracción, de la mano de nueva inversión y de la reconstitución de existencias⁶.

Cuadro 2
Variación Real Producto Interno Bruto Real
(Componentes del gasto, %)

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Producto Interno Bruto	1.8%	1.1%	2.9%	6.4%	4.3%	5.9%	8.8%	7.9%	2.7%	-1.3%	4.2%
Consumo Privado	1.0%	1.2%	3.1%	3.2%	3.1%	4.4%	5.7%	7.5%	3.2%	1.5%	3.4%
Gasto de Gobierno	1.4%	3.6%	2.3%	-0.3%	1.3%	0.2%	2.9%	2.3%	4.4%	6.7%	5.9%
Formación bruta de capital fijo	-0.9%	2.6%	6.6%	7.2%	-0.5%	4.3%	10.8%	18.1%	11.0%	-9.8%	2.6%
Variación de existencias ^{1/}	2.5%	-207.2%	35.0%	-78.5%	366.2%	57.8%	27.7%	-74.4%	216.2%	-201.5%	-115.0%
Exportaciones de bienes y servicios	-0.3%	-9.6%	3.6%	12.1%	8.2%	12.8%	10.3%	9.9%	-2.6%	-6.0%	4.8%
Importaciones de bienes y servicios (-)	-2.6%	1.3%	6.9%	0.9%	9.1%	12.4%	8.1%	4.3%	6.5%	-19.9%	14.2%

Fuente: Banco central de Costa Rica

^{1/} Para 2010 la variación de existencias fue positiva. Resultado negativo mayor a 100% representa un crecimiento sobre una base negativa en 2009

El consumo privado y público también mostraron mayor dinamismo, pero a diferencia de otros países emergentes con una mayor extensión y población, el mercado local costarricense es insipiente para sustentar un crecimiento económico sostenido en el largo plazo. La política expansiva del Gobierno tuvo un efecto positivo en la contabilidad del Producto Interno Bruto luego del aumento de la planilla pública en 2009. De esta forma se generaron presiones inflacionarias especialmente en los bienes no transables.

El aumento del ingreso se canalizó a la importación de bienes de consumo que tuvieron un incremento de 21.4% entre 2009 y 2010, que en conjunto con la importación de insumos llevaron el crecimiento de las importaciones totales a un 14.2%, como se muestra en el Cuadro 3.

⁵ Ver Berrocal 2011

⁶ Notar nota del Cuadro 1.

Cuadro 3
Balanza de Pagos (millones de dólares)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cuenta corriente	-690.7	-602.9	-856.9	-880.0	-791.5	-981.0	-1,022.6	-1,646.4	-2,787.3	-576.0	-1,298.7
Bienes	-210.5	-820.1	-1,277.7	-1,089.4	-1,421.3	-2,158.9	-2,727.1	-2,985.5	-5,013.3	-2,039.1	-3,575.8
Servicios	678.8	745.7	685.2	776.4	857.4	1,116.0	1,351.1	1,734.1	2,200.9	2,188.1	2,635.5
Cuenta	-1,252.4	-679.3	-439.8	-775.9	-440.0	-208.5	4.3	-864.7	-417.1	-1,083.7	-717.3
Transferencias corrientes	93.4	150.9	175.5	208.8	212.4	270.4	349.2	469.8	442.2	358.7	359.0
Cuenta de capital y financiera	159.3	449.0	1,071.9	1,183.9	843.0	1,230.0	1,903.9	2,581.1	2,487.0	707.2	2,107.3
Cuenta de capital	18.1	20.8	13.9	25.4	12.7	15.9	1.1	21.2	7.4	58.3	58.8
Cuenta financiera	141.2	428.3	1,058.0	1,158.5	830.3	1,214.1	1,902.8	2,559.9	2,479.5	648.8	2,048.5
Inversión directa neta	400.1	450.8	625.3	548.1	733.3	904.0	1,371.0	1,633.7	2,072.3	1,339.0	1,403.6
Inversión de cartera neta	-68.8	18.6	103.4	11.2	141.6	-344.5	-493.1	-0.4	401.6	-286.1	373.1
Otra inversión neta	-190.1	-41.2	329.3	599.2	-44.6	654.6	1,025.0	926.6	5.6	-404.1	271.8
Errores omisiones y capital no determinado	379.2	167.1	-52.0	35.0	28.8	144.4	149.5	213.0	-47.7	129.3	-247.5
Cambio en Reservas Monetarias Internacionales	-152.2	13.1	163.0	338.9	80.3	393.5	1,030.8	1,147.7	-348.0	260.5	561.1

Fuente: Banco central de Costa Rica

Esta diferencia entre importaciones y exportaciones de bienes representó un aumento del déficit de la balanza comercial de bienes de aproximadamente \$1,500 millones. Este efecto fue contrarrestado por la mejora de la balanza de servicios a raíz del mayor dinamismo del turismo y el hecho de que Costa Rica se ha convertido en un centro de servicios de alto valor agregado. Estos servicios tienen costos denominados mayoritariamente en colones que son pagados por su casa matriz desde el exterior. Estos costos se incrementaron en alrededor de 17% por concepto de tipo de cambio e inflación en 2010⁷, por lo que se puede asociar en gran medida a este efecto.

Con esto el déficit de cuenta corriente aumentó aproximadamente \$700 millones que fue cubierto con el aumento de los flujos de capital, que incluso permitió que las Reservas Monetarias Internacionales aumentaran en \$561MM.

Flujos de Capital Internacional

Los influjos de capital son por excelencia uno de los principales disparadores de apreciación del tipo de cambio, de la misma forma que las salidas de capital tienden a devaluar la moneda local. Desde los ochenta se ha dado un aumento los flujos de capital a nivel global, interconectando más profundamente las economías por medio de flujos financieros, en adición a la ampliación del comercio internacional de bienes y servicios. Esta interrelación facilita que las políticas económicas y/o problemas en una economía se trasladen a las demás, en especial en el caso de que una crisis se de en la economía más grande del orbe, como ocurrió en 2007-2008. Ante la normalización observada en 2009 y 2010, la reversión también es amplificadas, al transferirse la política monetaria expansiva de EEUU en un entorno de tasas de interés muy bajas y de reducida aversión al riesgo.

⁷ Con inflación del 5.8% y apreciación del tipo de cambio del 10.8% el costo de los gastos en colones denominados en USD aumentó 17.2%: $(1+0.058)*(1+0.108)-1=0.172$

De esta forma, nuevos fondos denominados en dólares han buscado inversiones más atractivas en países emergentes con mejores perspectivas de crecimiento que en las economías desarrolladas. Como se apuntó en la primera parte de esta sección, estos flujos han provocado la devaluación del dólar ante casi todas las monedas, detonando medidas en el resto del mundo para contrarrestar su impacto. Lo que ahora se conoce como la guerra de las monedas.

Pero en adición a este obvio efecto, se va explorar como el tipo de flujo y su procedencia tienen efecto diferenciado sobre el tipo de cambio. También, resulta crucial la determinación de la permanencia y continuidad de los flujos, aunque resulta conveniente primero determinar si responden a factores puramente de empuje desde el exterior o si también están involucrados factores de atracción local.

Factores de Atracción vrs. Factores de Empuje

En lo que interesa al caso de Costa Rica, los factores que inciden en la atracción de capital financiero se pueden resumir de la siguiente manera:

Factores de empuje

- Política monetaria expansiva en EEUU
 - Menores tasas de interés
 - Disponibilidad de fondos “ociosos”
 - Mayor propensión a gasto internacionalmente (turismo)
- Mal desempeño fiscal a nivel global
- Menor aversión al riesgo internacionalmente
- Bajo potencial de crecimiento económico en economías desarrolladas
- Necesidad de empresas de mejorar productividad por medio de inversiones reales fuera de EEUU.

Factores de Atracción

- Desempeño positivo de la economía costarricense ante el efecto de crisis
- Mejora en percepción del desempeño fiscal relativo favorece calificación de riesgo.⁸
- Tasas de interés nominales elevadas
- Inflación con tendencia decreciente
- Incrementos de productividad.

Dentro de estos factores se pueden identificar entre los factores estructurales, relativos a mejoras de productividad, y los coyunturales, que están más relacionados a fluctuaciones de variables financieras. Estas últimas tienden a materializarse en períodos más cortos de tiempo y atraen capitales más volátiles.

⁸ Ver Moody's 2010

Composición de los Flujos de Capital

Los flujos de capitales en general ‘tienden a apreciar la moneda del país que los recibe. Los flujos de capitales pueden ser categorizados en tres en tres tipos básicos, de acuerdo a la contabilidad de la Balanza de Pagos:

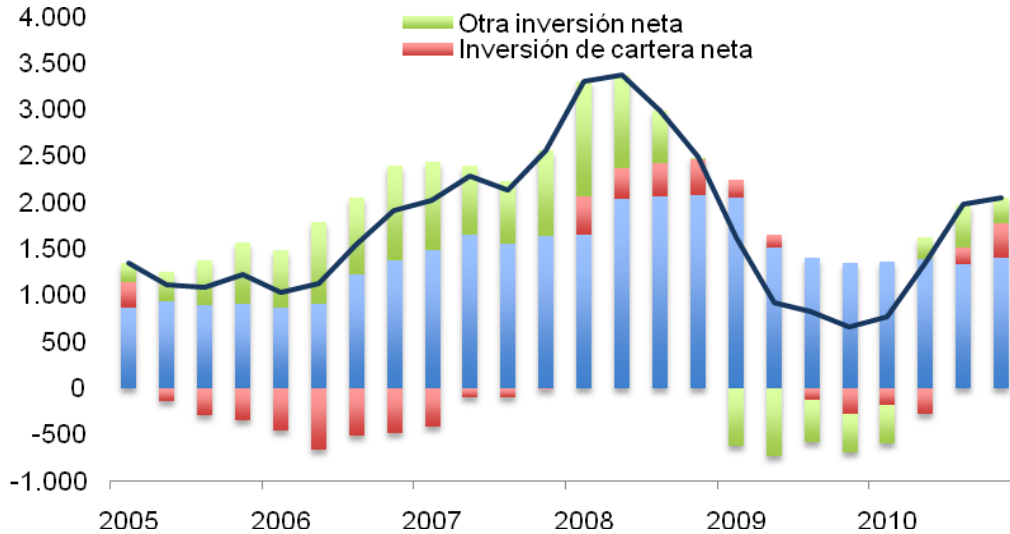
- **Inversión extranjera directa:** Involucra la creación o capitalización de empresas productivas, normalmente con fondos procedentes de empresas no financieras o personas físicas. Se intermedia poco en el sistema financiero local debido a que se utiliza en su gran mayoría a la compra de bienes de capital e insumos que se deben importar, por lo que tienen el menor efecto sobre el tipo de cambio de las tres categorías. Tienden a ser inversiones muy estables al estar arraigadas físicamente al país receptor.
- **Préstamos internacionales:** Son créditos que se otorgan a empresas, Gobierno o intermediarios financieros cuyos fondos son provistos generalmente por entidades financieras internacionales. Tienen un mayor impacto en el sistema financiero local, pero en definitiva no necesariamente son utilizados en su totalidad para gasto local, por lo que tienen un impacto intermedio en el tipo de cambio. Son flujos de más corto plazo y de mayor volatilidad que la inversión directa, pero tiene convenciones contractuales que evitan que se desarraiguen del país receptor súbitamente y que más bien lo hagan gradualmente de acuerdo a su vencimiento.
- **Inversión extranjera de cartera:** Son fondos procedentes de que se utilizan para la compra de bonos u otros activos financieros líquidos. Internacionalmente han probado ser el componente más volátil de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, debido a que normalmente responden a arbitrajes financieros que en el momento que se corrigen, se revierten los flujos al poder liquidar rápidamente las inversiones. Afectan directamente el precio de los activos financieros y por ende la tasa de interés del mercado, lo que se convierte en un proceso de autocorrección en la ausencia de inflexibilidades.

Entonces, la composición de estos flujos tiene un impacto diferenciado y existe evidencia que la inversión de cartera tiene un impacto significativamente mayor a la inversión extranjera directa o a los flujos de deuda en la economía receptora.⁹

El Gráfico 10 muestra la experiencia de Costa Rica en los últimos años, la reversión de los flujos de deuda y de inversión de cartera coinciden con la devaluación del colón entre 2008 y 2009. También muestran como su aceleración durante 2010 pueden ayudar a explicar el aumento de la oferta de dólares localmente.

⁹ Ver Combes et al 2011

Gráfico 10
Costa Rica: Flujos de Capital por tipo
(Acumulados en cuatro trimestres, millones de dólares)



El flujo de Inversión Extranjera Directa se mantuvo estable, con lo cual no debería generar un efecto muy diferente sobre el tipo de cambio. Cabe mencionar acá que una parte de los flujos de Inversión Extranjera Directa previos a 2008 están asociados con el boom inmobiliario norteamericano y su manifestación local en las propiedades costeras, que generaron presiones hacia la apreciación del colón.

En el caso del flujo de deuda neta en 2010 por \$271 millones está altamente influenciado por desembolsos de préstamos para el Sector Público. En particular en el transcurso del año el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo desembolsaron al Poder Ejecutivo \$521 millones y \$136 millones, respectivamente. El Gobierno ha expresado que estos fondos serán utilizados para el pago vencimientos de deuda externa y que se mantuvieron depositados en el Banco Central de Costa Rica, engrosando las Reservas Monetarias Internacionales sin afectar el mercado cambiario. El resultado de los flujos de deuda, netos de estos préstamos y tomando en cuenta las amortizaciones que realizó el Gobierno por \$273MM, sería cercano a cero. Lo que en neto es positivo con respecto al resultado negativo del año anterior.

Entonces el flujo que mostró mayores cambios y que tuvo mayor impacto sobre el tipo de cambio fueron los flujos de cartera, que pasaron de ser negativos en \$286 millones durante 2009 a un flujo positivo de \$373 millones en 2010. Estos flujos responden a la percepción de la pérdida de valor del dólar y a la magnitud de la diferencia de las tasas de interés en dólares en el exterior y en colones localmente.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, los premios relativos por invertir en bonos locales –medidos como la diferencia entre la tasa que ofrece un bono de Gobierno de Costa Rica y una tasa en dólares de depósito en EEUU– se fueron reduciendo pero se mantuvieron a niveles aún atractivos, al tiempo que generaban ganancias de capital no realizadas por el aumento del precio de los bonos.

Gráfico 11
Costa Rica: Tasa de Interés de Bonos de Gobierno (Por Plazo, %)

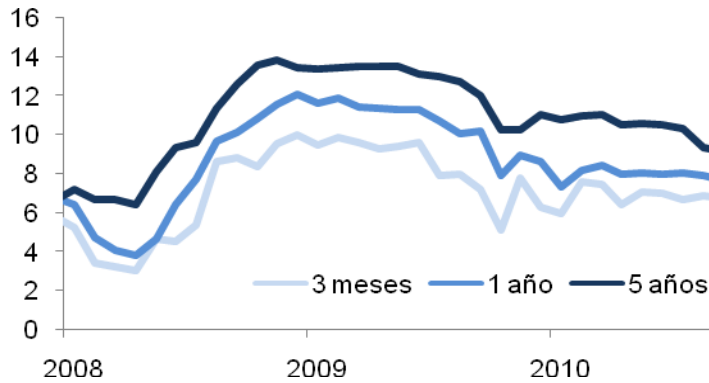
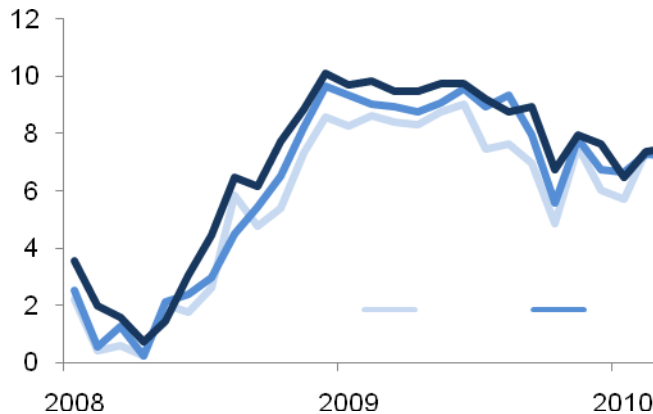


Gráfico 12
Costa Rica: Diferencial Tasas de Interés Local y Externa (Por Plazo, %)



Estos niveles de tasas en colones de los bonos locales y diferenciales respecto a las tasas norteamericanas denominadas en dólares eran por si solo atractivos. Si además se considera la apreciación del dólar, inversiones de este tipo resultaron ser más rentables aún. El riesgo cambiario que corría un inversionista de cartera era fácilmente mitigable al poder vender los bonos y comprar dólares en muy corto plazo. Esta característica es lo que los convierte en volátiles y pueden representar un riesgo sistémico si su crecimiento fuera exagerado y se revirtieran simultáneamente.

Las tasas de interés locales se han mantenido relativamente elevadas por la necesidad del Gobierno de colocar deuda para cubrir su creciente déficit y pese a que durante 2010 el Banco Central de Costa Rica bajo la Tasa de Política Monetaria de 9% a 6.5%. Cabe destacar que la implementación de la facilidad de préstamo de muy corto plazo a las entidades bancarias con una tasa 2% menor a la Tasa de Política Monetaria o de

4.5%, limitó el ajuste de las tasas locales en todos los plazos. Previo a la aparición de la facilidad de depósito los fondos podían no generar ingreso si no se existían necesidades de fondeo de muy corto plazo.

El régimen cambiario vigente determina la forma en que los flujos de cartera se manifiestan en la economía local. En la situación de 2010, cuando transitó de la parte superior de la banda hasta prácticamente alcanzar el piso, el mercado cambiario absorbe la mayoría de los flujos y el valor del colón aumenta, sin que sea necesario que el Banco Central cree nuevos agregados monetario. Estos simplemente cambian de mano. Cuando el régimen se está en el piso de la banda o la autoridad monetaria interviene el tipo de cambio, tornándolo más rígido, se canaliza el aumento de los flujos internacionales a través del crecimiento de la cantidad de colones que el Banco Central debe emitir para comprar los dólares a un precio dado y esto crea presiones inflacionarias si estos montos no son retirados de nuevo del sistema por medio de operaciones de esterilización.

En efecto, al acercarse el tipo de cambio al piso de la banda cambiaria esta estrategia puede perder atractivo al no tener posibilidad de ganar por la apreciación de la moneda, pero puede seguir ganando por el diferencial entre las tasas de interés en colones y en dólares e incluso tener ganancias de capital en la medida que los nuevos colones valorizan los activos financieros, hasta que la reducción de la tasa de interés sea suficiente para no hacer atractiva la relación riesgo/rentabilidad de esta estrategia de inversión. Sin embargo no puede considerarse que estos capitales son permanentes porque son contingentes a cambios en el entorno internacional, como puede suceder cuando caduquen los programas monetarios expansivos en EEUU.

Los instrumentos que están a disposición de la autoridad monetaria para amortiguar la incidencia de estos flujos financieros temporales y con los que algunas economías ya han experimentado, son básicamente los controles de capital. Entre las varias formulaciones en que se pueden implementar se pueden mencionar:

- Retenciones parciales no remuneradas
- Exigencia de períodos mínimos de permanencia
- Aplicación de impuestos al momento de ingresar

Los méritos estas alternativas para mitigar los flujos de capital son a lo sumo de corto plazo y de ninguna forma inocuas a crear distorsiones. La experiencia muestra que son útiles al momento de su implementación pero que gradualmente pierden efectividad. Los programa de control de capitales no pueden distinguir entre buenas y malas inversiones, pudiendo terminar por alejar ambas. Los controles de capitales tienen el objetivo básico de generar una carga adicional a las inversiones en el corto plazo para hacerlas menos atractivas. En el entorno actual de bajas tasas de interés internacionales y elevadas tasa locales el impuesto o reserva requerida deben ser sustanciales.

Como ejemplo simple para el caso de Costa Rica, para equiparar el rendimiento de una inversión a un año plazo en bonos de Gobierno, que a finales de 2010 que rentaban 7.69%, con una inversión en tasa LIBOR a 12 meses que rentaba 0.78% es necesario introducir un impuesto del 90% sobre las ganancias o equivalentemente retener sin intereses el 90% de la inversión a la hora de entrar al país. La severidad de estas imposiciones las hace imprácticas y hace pensar que el primer paso debería darse reduciendo el diferencial de tasas de interés. Para esto es de vital importancia reducir las necesidades de financiamiento del Gobierno, conteniendo y reduciendo su déficit. Además, el Banco Central de Costa Rica debe valorar cuidadosamente bajar la tasa de interés en colones por el impacto de largo plazo de incentivar más los créditos en colones.

Como se resume en el Recuadro 1, varios países han implementado medidas que buscan minimizar el efecto de los flujos de capitales sobre sus respectivas monedas. Estas medidas han abarcado una amplia gama de instrumentos que no han probado ser efectivas permanentemente en la práctica, como lo anticipa la teoría.¹⁰

Recuadro 1
Experiencia Internacional reciente con Políticas para prevenir Apreciación del Tipo de Cambio

Chile experimentó con controles de capital con poco éxito para disuadir la apreciación del peso en los años noventa. La política económica de ese país desde entonces fue eliminar los controles de capital y avocarse a la administración responsable del gasto público que es una de las mejores formas de prevenir elevadas tasas de interés y los flujos de capitales resultantes. En el pasado reciente han intervenido el tipo de cambio pero con resultados modestos en la reducción de la volatilidad del tipo de cambio.

En **Colombia** la moneda también se apreció durante 2010 y las medidas económicas se han limitado a la intervención del tipo de cambio con resultados en línea con el caso Chileno. El Banco Central de Colombia ha optado por no adoptar nuevamente controles de capital en las inversiones en acciones y bonos tras la experiencia que tuvo en 2008. En ese momento estas medidas fallaron en restringir la apreciación del Peso y por el contrario se puede argumentar que estas medidas complican el entorno para las decisiones de inversión.

Brasil ha sido más agresivo y ha retomado el uso el Impuesto a Operaciones Financieras establecido originalmente en 1993. Para finales de 2010 este impuesto era de un 6% sobre los portafolios de deuda y pagos netos de los derivados sobre acciones y tipo de cambio. Nivel del impuesto parece insuficiente dadas los diferenciales de tasas de interés. Además, incrementó el encaje mínimo legal sobre depósitos de corto plazo en los bancos de 15% a 20%, impuso el encaje sobre las posiciones cambiarias vendidas de los bancos¹¹ y aumentó las reservas de capital sobre las operaciones de crédito de consumo. Todas estas medidas para hacer menos

¹⁰ Ver Edwards 1999

¹¹ Una posición cambiaria vendida ocurre cuando el banco comercial vende dólares y recibe colones que invierte en créditos o bonos. Posición Cambiaria = Activos en Moneda Extranjera - Pasivos en Moneda Extranjera. Si la Posición Cambiaria < 0, se denomina posición vendida. Si la Posición Cambiaria > 0, se denomina posición comprada.

atractivos los activos locales. En el caso de Brasil, la existencia de mercados *off-shore* de derivados –que son instrumento financieros que pueden emular los rendimientos de otros activos financieros– limitaron el efecto de estos controles. La evidencia disponible hasta ahora muestra que este impuesto no ha sido efectivo en reducir la apreciación del Real, incluso tras experimentar con intervenciones al tipo de cambio.

La respuesta dominante en **Perú** ha sido la intervención del tipo de cambio, lo que ha incrementado sus reservas en cerca de 35% entre 2009 y 2010. Esto ha introducido un costo elevado al tener que esterilizar estas compras, es decir captar en moneda local a tasas elevadas para invertir en reservas activos denominados en dólares a tasas muy bajas. En resumidas tomando la posición contraria del mercado. Pero además ha sido una de las naciones más activas en la introducción de medidas innovadoras y pragmáticas para intentar reducir el flujo de capitales y las posiciones cambiarias:

- Cambió los límites de posición cambiaria de los Bancos Comerciales de 100%
- Incrementó el límite de inversiones en el exterior de los Fondos de Pensiones
- Impuso límites de operaciones cambiaria de corto plazo a los Fondos de Pensiones
- Aumentó encaje mínimo legal en ambas monedas de 6% a 9%.
- Aumentó encaje legal marginal de 0% a 25% en Soles y de 30% a 55% en dólares.
- Aumentó la reserva requerida a los créditos del exterior con vencimiento menor a 2 años en un 75%
- Aumentó la reserva requerida a no residentes en sus depósitos en moneda local a 120%
- Incrementó requerimientos de capital sobre créditos a no generadores.
- Aumentó la tarifa cobrada a no residentes en la compra de bonos del Banco Central de 0.1% a 4%.

Los resultados de estas medidas aún no son claras y la relativa atenuación de la apreciación del tipo de cambio puede no ser el resultado de la magnitud de las medidas, sino de la complejidad que han introducido, además de la clara señal de que las autoridades están dispuestas a implementar cualquier tipo de medida que reduzca el flujo de capital. Perú, al igual que Costa Rica, es un país altamente dolarizado cuyo tipo de cambio no solo es afectado por los flujos de capital sino por los cambios de moneda que realizan los residentes.

En Costa Rica se han tomado medidas que tampoco han mitigado la tendencia de apreciación. Se introdujo el corredor de tasas a un día plazo, que más bien ha permitido que la tasas de interés se mantengan elevadas e induciendo un costo de tener que captar un exceso de colones a ese plazo a una tasa de 4.5% que debe invertir en instrumentos en dólares a tasas muy cercanas a cero. En la última parte de 2010 se anunció el programa de compra de reservas por \$600 millones hasta finales de 2011, que le permitió intervenir el tipo de cambio por encima del piso pero sin ningún resultado significativo sobre la tendencia del tipo de cambio¹². Por último, anunció que se le impondrá la regulación del encaje mínimo legal a los empréstitos externos a las instituciones del Sistema Bancario Nacional, en línea con las recomendaciones de la

¹² El objetivo expreso del programa de compras de reservas no era afectar el tipo, sino el crecimiento de las reservas con fines precautorios.

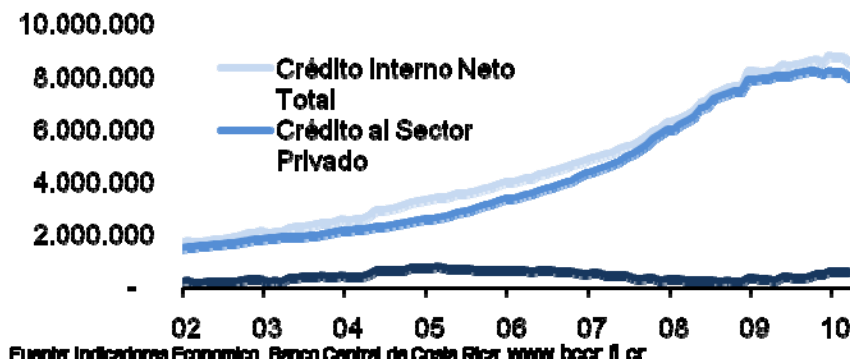
ponencia del año pasado.¹³ La efectividad de esta medida ha sido cuestionada por la existencia de créditos de entidades no domiciliadas en Costa Rica a empresas locales. La magnitud de esta actividad es difícil de estimar por la limitada información pública que esta disponible al respecto.

Cambios en la Composición de Préstamos y Depósitos por Moneda

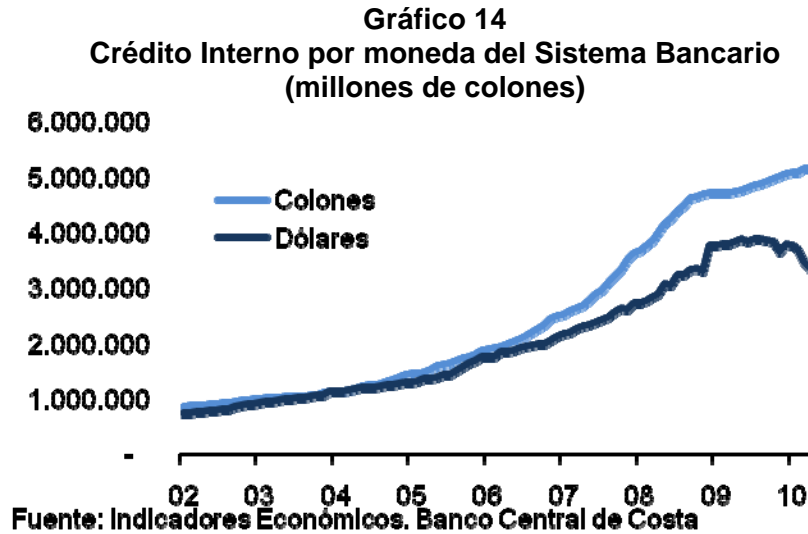
En términos agregados, la actividad crediticia no mostró señales de crecimiento sino hasta finales de 2010. Sin embargo, al analizar individualmente el crédito en colones y en dólares se observa una marcada diferencia. En tanto el crédito en dólares se contrajo, los préstamos en colones continuó creciendo a una tasa que incluso sobrepasó la registrada en 2009. Con esto se reafirma la tendencia a colonizar los préstamos que inició desde 2006 cuando se introdujo el sistema de bandas cambiarias.

Cabe destacar que el cambio de moneda de los créditos reduce la exposición generalizada de la población y las empresas a fluctuaciones del tipo de cambio. Sin embargo, de esta forma se está sustituyendo el riesgo cambiario por el de tasa de interés. La preponderancia de contratos de crédito con tasas variables, los hace susceptibles a incrementos de la Tasa Básica Pasiva. De esta forma el cálculo de rentabilidad de las inversiones se hace más complicada, en la medida que cambios no anticipados de la tasa de interés de los créditos eleva los costos de los proyectos productivos y por lo tanto la valoración de proyectos requiere de expectativas de la tasa de interés futura.

Gráfico 13
Crédito Interno del Sistema Financiero por Sector (millones de colones)



¹³ Ver Villamichel 2010



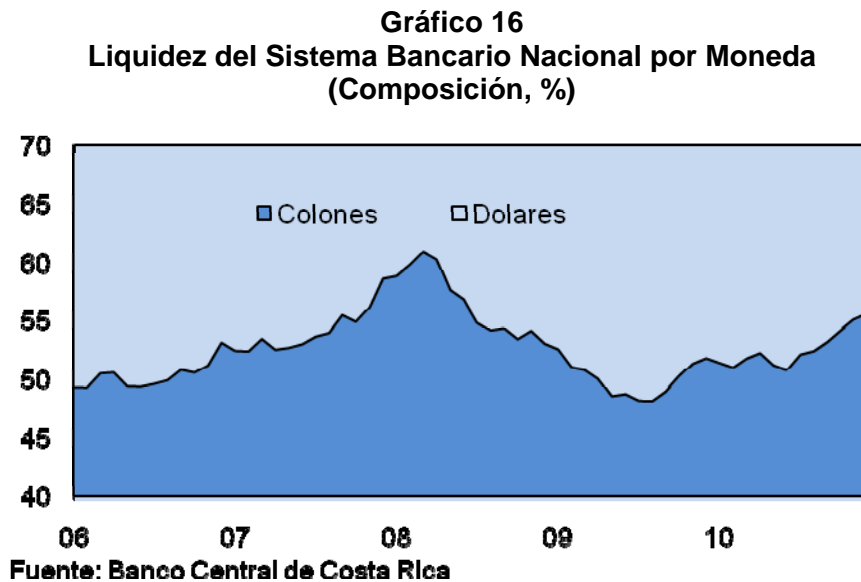
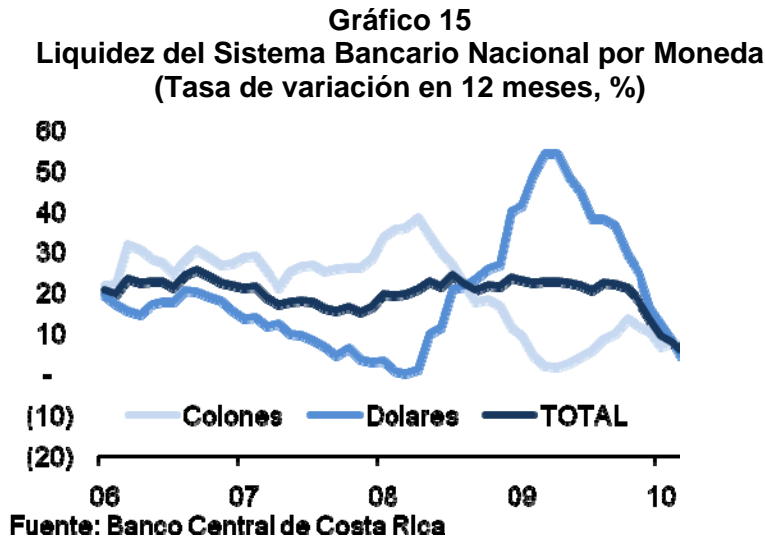
Este proceso de colonización de los créditos ha requerido de un creciente monto de colones que puede ser identificado como uno de los factores que promueven la apreciación del colón. Desde 2006, cuando se introdujo el sistema de bandas, el crédito del sistema bancario ha crecido y el crédito en dólares se ha reducido un poco como se muestra en los Gráficos 13 y 14. Durante el último período de apreciación comprendido entre finales de 2009 y 2010 el Banco Central de Costa Rica no emitió más colones por concepto de intervención cambiaria, sino hasta el final de 2010 cuando inicio el programa de compra de reservas y el tipo de cambio toco esporádicamente el pido de la banda. En este tiempo la necesidad de colones para financiar el creciente portafolio de crédito en moneda local presionó la cotización del tipo de cambio.

Adicionalmente, como se puede observar en los Gráficos 15 y 16, la liquidez del sistema bancario en colones creció más que la liquidez en dólares denotando una colonización de los saldos de persona y empresas durante 2010. Previamente, entre 2008 y 2009, el proceso fue inverso y mientras los préstamos seguían colonizándose los depósitos se dolarizaban empujando el tipo de cambio al techo de la banda. Esto muestra como existe una diferenciación en el proceso de cambio hacia colones de los préstamos y depósitos. Mientras que los créditos han mostrado una tendencia casi constante de migrar hacia los colones desde 2006, los depósitos han respondido más variablemente.

Se puede observar en el gráfico anterior como durante una buena parte del 2010, el crecimiento de la liquidez total fue cercana a cero, en tanto que la liquidez en colones aumento. Esta es una particularidad del sistema bi-moneda sobre la cual se argumentó en la ponencia del 2009¹⁴, en ese momento la conclusión fue que resultaba conveniente tener una política monetaria para los dólares locales con el fin de controlar su crecimiento. Esto también se puede lograr si la política de tasa de interés del Banco

¹⁴ Ver Villamichel 2010

Central de Costa Rica toma en cuenta los agregados monetarios locales totales y por ende centrarse en el diferencial entre las tasas de interés internacionales y locales.

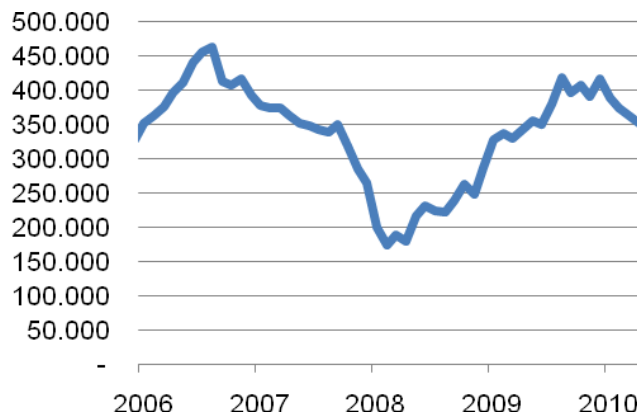


En resumen, las dinámicas de los cambios en la denominación de los activos y pasivos de los agentes económicos residentes no responden a los mismos factores. Lo que implica que la colonización actual puede ser transitoria, ya sea que en el futuro simplemente se detenga o incluso se revierta. La institucionalidad bi-moneda que permite a los agentes locales cambiar la composición de sus depósitos líquidos casi instantáneamente, permite reversiones como las observadas en 2008 y 2009. La tendencia observada durante 2010 de los depósitos parece una respuesta racional de los agentes locales de buscar mejores rendimientos en colones por el diferencial de tasas y/o el efecto seguidor de la tendencia de incremento de valor del colón. Cuando tipo de cambio no tiene volatilidad, sino mayoritariamente tendencia provoca que los no

solo los agentes que realmente requieren comprar o vender dólares lo hagan. En tanto que la préstamos responden a una decisión más conservadora de cubrirse de riesgo cambiario, en especial porque cambiar los créditos de denominación es más complicado y tiene costos de transacción asociados.

A mediados de 2008, la crisis mundial se hizo evidente, la demanda de dólares aumentó para repagar líneas de crédito internacionales y los agentes económicos buscaron protegerse comprando dólares también, dolarizando sus depósitos. Entonces desde mediados de 2008 y hasta 2009, la mayor demanda de dólares mantuvo el tipo de cambio en el techo de la banda. Para 2010 los agentes económicos volvieron al proceso de colonización de los depósitos, al igual que los flujos de cartera y el Sistema Bancario Nacional.

Gráfico 17
Sistema Bancario Nacional: Posición Cambiaria
(Activo menos pasivos en moneda extranjera, millones de colones)



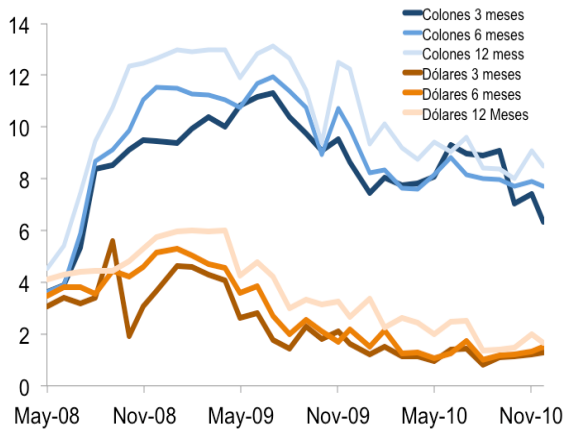
Como se puede observar en el Gráfico 17 las acciones de los Bancos también reforzaron el efecto de apreciación. Para 2010 vendieron dólares aunque hacia finales tendieron a revertir sus compras, probablemente tomando en cuenta que el tipo de cambio no se apreciaría más y que el riesgo de devaluación es de un solo lado cuando se encuentra en el piso de la banda. Adicionalmente, las autoridades dejaron de emitir deuda denominada en dólares lo que propicia que con los dólares se mantengan en forma líquida resultante de los vencimientos remanentes deben buscar rentabilidad en colones o en el exterior.

Es así como al igual que en el caso de los flujos de cartera internacionales, el principal factor que empujó a la colonización generalizada a nivel local es el diferencial de tasas de interés. Lo que reforzó la tendencia de apreciación del colón, que pese a que no se reflejó en la encuesta de expectativas llegó a ser evidente.

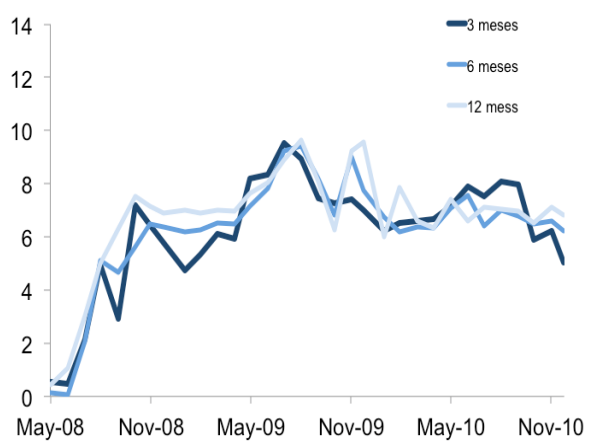
Gráfico 18

**Bancos: Tasas de Interés Pasivas por Moneda y Diferencial
(Por tipo de banco y por plazo, %)**

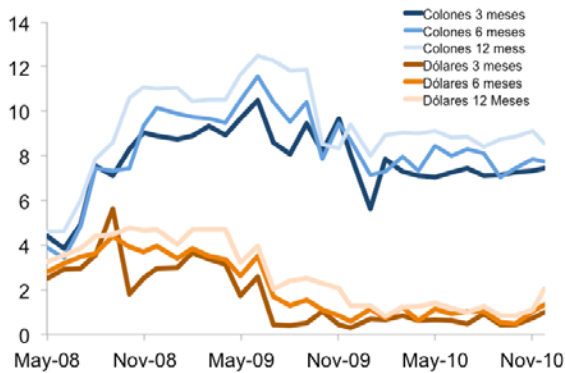
Banca Privada: Tasas de Interés Pasivas



Banca Privada: Diferencial Tasas de Interés



Banca Pública: Tasas de Interés Pasivas



Banca Pública: Diferencial Tasas de Interés

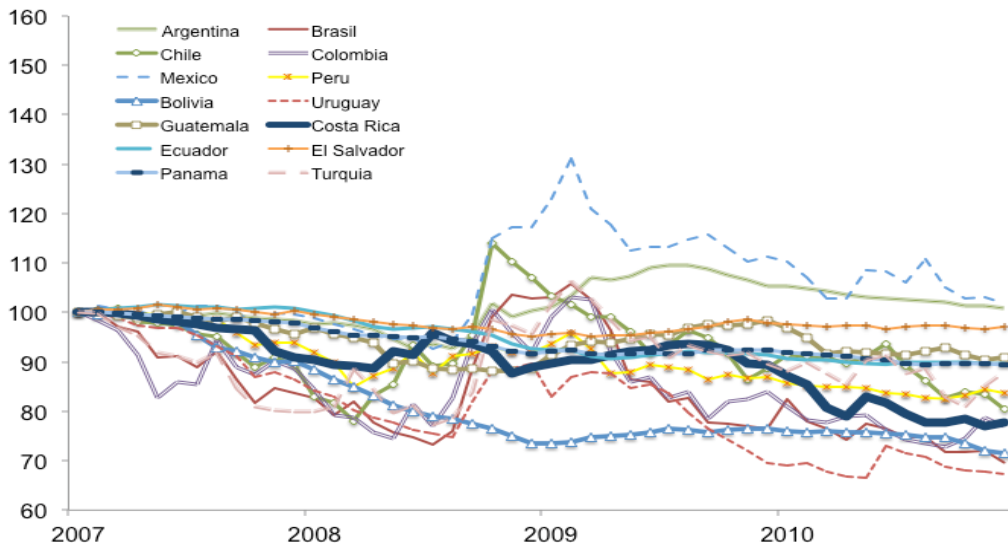


Mientras que el déficit de Gobierno mantuvo tasas en colones atractivas, la política de tasas de interés en colones del Banco Central pudo ser más laxa si se considera la masa total de dinero tanto en colones y en dólares. Esta menor tasa además de reducir el flujo de capitales de cartera, pudo haber reducido la velocidad de conversión de saldos en dólares locales a colones. El Banco Central ha encarecido su costo de operación manteniendo tasa de Política Monetaria –y más puntualmente la tasa de captación en el mercado de liquidez– elevada, de esta forma los excesos de liquidez en el sistema financiero generan más emisión. Adicionalmente, cuando el tipo de cambio llega al piso de la banda las herramientas del Banco Central pierden efectividad debido a que no puede asegurar que la inflación se mantenga baja, manteniendo la tasa de interés fija y con el tipo de cambio sin posibilidad de ajustarse hacia abajo. Así, bajo el sistema actual no se superan las restricciones de la trinidad improbable.

Impacto de la Inflación y Tipo de Cambio en la Competitividad

Como se pudo constatar por si solo el tipo de cambio no es una medida comprensiva de la competitividad cambiaria del país. El concepto más convencional en la medición de competitividad de una moneda es el tipo de cambio real. Este concepto en su forma más básica parte de la idea de que los precios en cualquier parte del mundo deben ser los mismos al ajustar por los tipos de cambio, lo que es conocido como la teoría de paridad de poder de compra. Desde hace mucho tiempo se ha comprobado que esta condición no se cumple en la práctica por la existencia de costos de transporte, impuestos de importación y en general limitaciones a la compra/venta de bienes y servicios a distancia. Cambios en la razón de precios ajustados por el tipo de cambio se interpretan como cambios en la competitividad entre monedas.

Gráfico 19
Países Seleccionados: Tipo de Cambio Real
(Moneda local por Dólar ajustado por inflaciones relativas,
Índices 100=Enero 2007)



Para explorar este concepto para el caso de Costa Rica en el período 2007-2010, se debe ajustar el tipo de cambio nominal para reflejar que la inflación local encarece proporcionalmente la producción local o aprecia el tipo de cambio real, en tanto que la inflación externa la vuelve más competitiva la producción global o devalúa el tipo de cambio real. No resulta sorprendente que en vista de que la inflación en Costa Rica sigue siendo más elevada que la de EEUU, la apreciación real del colón ha sido mayor que la nominal. Con el fin de poner en perspectiva este resultado, el Gráfico 16 compara la devaluación real de las mismas monedas de los países evaluados en el Gráfico 19.

En contraposición, este análisis denota que en efecto el tipo de cambio real ha perdido competitividad en forma significativa contra los EEUU, pero adicionalmente contra la mayoría de economías consideradas similares. Lo que implica que las inflaciones

elevadas de 2007 y 2010 encarecieron al país y ese efecto no se ha revertido. La pérdida de competitividad cambiaria, de acuerdo a esta medición solo se corrige mediante:

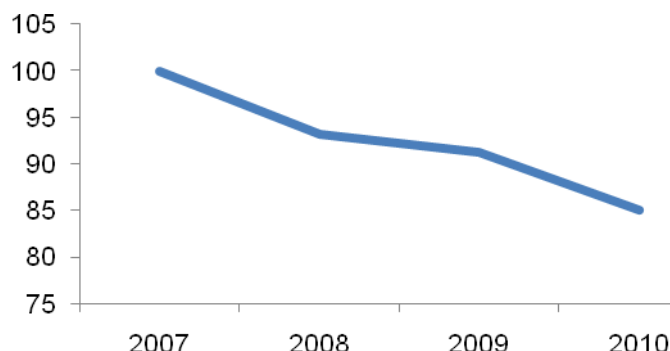
- **Deflación local:** Costoso por rigideces y difícil de implementar en sistema actual. Menor inflación ayuda
- **Inflación internacional:** Afecta inflación local por condición de país pequeño que no puede afectar precios internacionales. Existen algunos mecanismos de cobertura.
- **Devaluación:** Solo si se cumple premisa de que no afectarán a la inflación local. Poco probable. Evidencia de asimetría de transferencia de tipo de cambio a precios locales.
- **Mejoras de productividad:** Pueden tomar tiempo y no están claramente identificadas, pero costo de financiarlas es históricamente bajo.

Avances posteriores en la explicación de por que los precios relativos tienden a diferir reconocieron que existen algunos bienes que definitivamente no se pueden transar a grandes distancias, dentro de los cuales el ejemplo más popular se refiere a la imposibilidad de ofrecer servicios de peluquería en otros países. Por esta razón, el precio de estos bienes y servicios se define por la interacción de la oferta y demanda puramente local. Este concepto es especialmente relevante para países pequeños como Costa Rica que por el tamaño de su oferta o demanda no pueden afectar el precio de los bienes si se pueden transar internacionalmente. Con esta observación se desarrollaron teorías que explicaban como aumentos en la productividad local principalmente incrementaban el precio de los bienes no transables lo que encarecía los bienes producidos en el país o lo apreciaba en términos reales. Esta aproximación logró explicar la diferencia de inflación relativa entre países o lo que es lo mismo las desviaciones respecto a un tipo de cambio real estático.¹⁵

Tipo de cambio real se aprecia por flujo de capitales porque permite que el gasto agregado exceda al ingreso agregado local. Este gasto se destina al consumo de bienes transables y no transables. Como se vio antes en el documento, los bienes transables tienen un precio internacional dado, los bienes no transables que están limitados por la oferta local tienden a subir proporcionalmente más. En el caso de Costa Rica, se conjugan tres factores muy relevantes. Primero, los flujos de inversión extranjera directa llegan al país y los factores locales que utiliza aumentando su remuneración, en el caso de Costa Rica en la forma de salarios. Segundo, que los aumentos de los flujos de capital de cartera son capturados principalmente por el Gobierno, que tiene una propensión mayor de gasto en bienes no transables, también en la forma de salarios, que el promedio de los demás agentes económicos locales. Y tercero, actualmente la apreciación del tipo de cambio no se transmite inmediatamente a los precios de los bienes importados.

¹⁵ Ver Samuelson 1994 para una explicación más detallada del Efecto Balassa-Samuelson.

Gráfico 20
Costa Rica: Relación de Precios de Bienes Transables y No Transables
(Índice 100=2007)



Los procesos de cambio en productividad en general son lentos, con la excepción de casos particulares de descubrimiento de recursos naturales, por lo cual las desviaciones abruptas y significativas del tipo de cambio real se revierten al menos parcialmente. El Gráfico 20 muestra como la relación de precios entre bienes transables y no transables ha tendido a apreciarse incluso en los períodos en que el tipo de cambio nominal se ha devaluado y la inflación ha sido reducida. Esto denota que en al menos parcialmente la apreciación responde a incrementos de la composición productiva de la economía. No existe mucha evidencia al respecto, pero se puede pensar en que existen mejoras de productividad en sectores que generan alto valor agregado, como industria de alta tecnología y servicios. Estos sectores están asociados a lo que conocemos como nueva economía.¹⁶

En contraposición las empresas de la vieja economía –principalmente PYMES– enfrentan inflexibilidades que restringen los ajustes de producción para aprovechar las oportunidades o superar las adversidades de las variaciones del cambios financieros y económicos mejorando su productividad. Las empresas de la vieja economía se ven más afectadas por estos cambios por su menor acceso a capital y financiamiento, inflexibilidad de sus inventarios y debilidad para negociar el precio de sus insumos. Una de las desventajas de empresas de vieja economía es que por lo general no importan directamente sus insumos y los intermediarios locales pueden no reflejar eficazmente la reducción del precio del dólar.

Conclusiones y Recomendaciones

En el desarrollo de este informe se exploraron los factores determinantes de la inflación y la apreciación del tipo de cambio nominal. La inflación se benefició de apreciación cambiaria, aunque las inflexibilidades en los precio de los bienes no transables impidió que la inflación fuera menor. Por el contrario los bienes transables aumentaron más a

¹⁶ Ver Rosales 2010

raíz del aumento estructural de los ingresos y coyunturalmente por aumento de cantidad de crédito y liquidez en colones.

Las condiciones externas mejoraron pero estuvieron marcadas por la política monetaria expansiva en EEUU que provocaron un aumento de la cantidad de dólares y una reducción de las tasas de interés en esa moneda en todos los plazos. Esto provocó un aumento flujos de capital en busca de mejores rendimientos desde las economías desarrolladas hacia las emergentes. El resultado fue una apreciación generalizada de todas las monedas respecto al dólar –o más apropiadamente una pérdida de valor de dólar–.

Las medidas de controles de capital e intervención del mercado cambiario que se han propuesto e implementado en otros países no han podido revertir el efecto de los flujos de capitales ni la apreciación de sus monedas. No hay evidencia que el costo que generan tenga un beneficio tangible.

Costa Rica no fue la excepción, recibió flujos de cartera que más que compensaron el aumento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y el tipo de cambio se apreció 10%. A esto puede ser que se adicionara más flujos de capital ilícito, pero la inexistencia de información al respecto impide determinar la magnitud del efecto. Sin embargo la magnitud de los inlfujos reportados no fue tan marcado y tres factores locales contribuyeron a crear un exceso de demanda de colones con respecto a los dólares:

- Colonización de depósitos de residentes
- Colonización de los créditos de residentes
- Cambio en la posición cambiaria de los Bancos Comerciales

Estas responden al diferencial de tasas de interés entre colones y a la tendencia de apreciación del colón. La apreciación se exacerbó por el efecto manada que permite la institucionalidad bi-moneda. Las tasas locales se han mantenido elevadas, principalmente por necesidades de financiamiento del Gobierno Central y también porque el exceso de colones es bien pagado en el corto plazo por el Banco Central de Costa Rica. Política Monetaria ha sido neutra a la apreciación del colón durante 2010 y no es sensitiva a la naturaleza bi-moneda de la economía costarricense al no tomar en cuenta componente dolarizado de los agregados monetarios y la tasa de interés en esa moneda para moldear la tasa de interés en colones.

La colonización del crédito reduce el riesgo cambiario, pero amplía el riesgo de tasa de interés, cuya volatilidad tiene un mayor impacto sobre el flujo de caja de los préstamos. La prevalencia de contratos de tasa variable en colones, provoca que medidas de política monetaria afecté el resultado de decisiones de consumo e inversión pasadas y no solo las actuales, haciendo más complejas de las decisiones de inversión.

Adicionalmente, los instrumentos de política monetaria bajo el nuevo sistema monetario aún no tienen suficiente tracción, en especial cuando el tipo de cambio se ubica en alguno de los extremos de la banda cambiaria por un período prolongado. Al estar el tipo de cambio en el piso, el Banco Central debe pensar en usar la tasa de interés como un instrumento independiente para moderar la demanda de colones.

La caída en la cotización local del dólar durante 2010 por sí sola no explica la pérdida de competitividad de las empresas exportadoras nacionales. El comportamiento del tipo de cambio entre 2007 y 2010, no fue más volátil que en otros países y más bien la existencia de la banda cambiaria moderó las oscilaciones del tipo de cambio. Al analizar el tipo de cambio real se mostró como la inflación local respecto a la externa explica la pérdida de competitividad. Este encarecimiento es, al menos parcialmente, el resultado de un proceso estructural de transformación de la estructura productiva de la economía en sectores de la nueva economía, en línea con la política de atracción de inversiones. Las empresas de la vieja economía requieren de impulso para que puedan dar saltos cualitativos en sus procesos productivos y que por esta razón serían las más beneficiadas de inversión en infraestructura.

De esta forma, existen oportunidades para aprovechar las tasas de interés históricamente bajas, para invertir en infraestructura que permita potenciar a las empresas de la vieja economía de bienes no transables y transables tradicionales. El reto es escoger y ejecutar eficientemente los proyectos puntuales que efectivamente mejoren la productividad en estos sectores.

En línea con estas conclusiones, las recomendaciones que se desprenden de este informe respecto al efecto de inflación relativamente elevada son:

1. Revisar metodologías y regularidad de ajustes de bienes regulados. Deben existir incentivos a mejorar estructura de costos.
2. Definir un plan de capitalización gradual del Banco Central de Costa Rica para estabilizar definitivamente el déficit estructural de la autoridad monetaria.
3. Incentivar las tasas de interés fijas en créditos para mitigar riesgo de tasa de interés institucionalizando el cobro del costo de prepago. De lo contrario es equivalente a que los Bancos le cedan gratuitamente una opción al deudor.
4. Continuar expandiendo el plazo de la curva de rendimientos de tal forma que se genere una referencia de tasa de interés fija a plazos progresivamente más largos.
5. Propiciar los instrumentos de cobertura cambiaria para que los importadores cuenten con mecanismos de cobertura que promuevan el ajuste de los precios de los bienes importados a las fluctuaciones del tipo de cambio.

Con respecto a las conclusiones respecto a la dinámica del tipo de cambio, bajo el nuevo esquema de política de metas de inflación en un país bi-moneda se recomienda:

6. Evaluar la reducción de la Tasa de Política Monetaria, reduciendo efectivamente la tasa de interés de las facilidades de captación y colocación a un día plazo de

- tal forma que se promueva la reducción del diferencial de tasas de interés en el corto plazo. Política monetaria debe considerar diferencial de tasas externas.
7. Velar por la reducción del déficit corriente del Gobierno Central, para que permita la reducción de las tasas de interés de más largo plazo. El proyecto de reforma tributaria e iniciativas de reducción de gasto deben ser los ejes de acción de política económica del Gobierno Central.
 8. Evaluar la inversión de la Reservas Monetarias Internacionales –al menos marginalmente– en otras monedas líquidas, reduciendo el costo y diversificando el riesgo del Banco Central.
 9. Diferenciar tasas de encaje entre colones y dólares que reflejen el hecho que no existe prestamista de última instancia en dólares, especialmente ante una reversión de los flujos de capitales.
 10. Adoptar medidas macroprudenciales también sobre los préstamos del exterior no intermediados localmente. Clausulas de prepago permiten reversiones indeseables como las observadas en 2009.
 11. Continuar fortaleciendo requerimientos regulatorio de capital sobre créditos con exposición cambiaria. No solo de créditos en dólares a no generadores de dólares, sino que también de créditos en colones a no generadores de colones.
 12. Implementar un programa de cobertura de shocks externos sobre la inflación y el tipo de cambio. En el caso particular del petróleo se podría tener un portafolio de opciones financieras con costo cero para amortiguar variaciones severas que pueden desestabilizar el mercado cambiario y los precios locales.
 13. Profundizar mercado cambiario. Igualar reglas para los participantes. Evaluar cambios de posición permitidas

Por último, para propiciar la competitividad de los sectores exportadores tradicionales compuestos principalmente de PYMES de la vieja economía se recomienda:

14. Aprovechar el bajo de costo de fondos internacional de largo plazo para invertir en mejoras de productividad en la forma de proyectos de infraestructura pública y privada que generalmente son intensivos en importaciones, de tal forma de minimizar el impacto sobre la demanda de bienes no transables.

El proceso de transición de régimen cambiario si constituye un determinante de la forma en que los factores descritos afectan la competitividad. Los regímenes más flexibles el tipo de cambio nominal responde directamente a los flujos de capital, permitiendo eliminar las posibilidades de arbitraje más rápidamente y así limitando el influjo de capitales o la conversión de capitales locales, siempre que se hallan eliminado inflexibilidades en otros mercados. En tanto que los regímenes más fijos o con mayor intervención el efecto de la apreciación real se canaliza a través de la inflación local. El sistema de bandas es intermedio porque se comporta como un sistema de tipo de cambio flexible hasta que la cotización del dólar alcanza la banda y se comporta como un sistema fijo.

La situación actual del sistema cambiario está aun en transición, con los balances de los agentes económicos aún ajustándose, sin que todos los instrumentos de política

monetaria estén implementados y sin que el proceso de formación de precios aún este maduro, con lo cual lograr mantener inflación baja e incluso por debajo de países similares sigue siendo un reto.

Glosario

Agregados Monetarios: Es la suma del dinero en circulación más el saldo de los pasivos financieros con mayor grado de liquidez en las entidades financieras. Los agregados monetarios tratan de identificar los elementos que se utilizan como medios de pagos en una economía.

Bienes no transables: Productos que sólo pueden consumirse o utilizarse en la economía en la que se producen. Su precio se define por la interacción de la oferta y demanda local.

Bienes transables: Productos que se comercializan internacionalmente y cuyo precio es definido internacionalmente.

Dinero: es todo medio de intercambio común, que sea generalizadamente aceptado como medio de pago en una sociedad, que sea depósito de valor y que sirva como unidad de medida.

Encaje mínimo legal: Porcentaje del dinero depositado en un banco que debe ser mantenido en cuenta corriente en el Banco Central, que no puede destinarse a invertir o hacer préstamos. En Costa Rica este porcentaje está definido actualmente en 15%.

Inflación: Crecimiento sostenido y generalizado del nivel de precios.

Índice de Precios al Consumidor (IPC): Es un indicador estadístico que mide la variación media de los precios de un conjunto de bienes y servicios representativos del gasto de consumo de los hogares, y tiene como objetivo medir la evolución de los precios de una canasta determinada de bienes y servicios entre dos momentos distintos en el tiempo. Para realizar el cálculo del IPC mensualmente se les investiga el precio al grupo de 292 bienes y servicios que conforman la Canasta de Consumo. (www.inec.go.cr)

LIBOR: Son tasas de referencia hasta un año plazo que se basan en las tasas de interés a las cuales los bancos ofrecen fondos no garantizados entre sí en el mercado monetario mayorista internacional y es fijada por la Asociación de Banqueros Británicos. Su nombre es el acrónimo de “London InterBank Offered Rate”.

Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX): servicio por medio del cual las entidades participantes negocian y liquidan con el BCCR, entre sí, sus operaciones de compra y venta de monedas extranjeras, de conformidad con las disposiciones definidas en el Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado.

Posición Cambiaria: Es la exposición a fluctuaciones del tipo de cambio de un balance contable. Es el resultado de deducir los activos en moneda extranjera de los pasivos en moneda extranjera.

Producto Interno Bruto (PIB): Es el valor agregado total producido en la forma de bienes y servicios por empresas nacionales y extranjeras dentro del territorio nacional durante un período de tiempo.

Producto Nacional Bruto (PNB): Es el valor agregado total producido únicamente por empresas nacionales durante un período de tiempo. Difiere del PIB en que no considera

la cantidad flujo de bienes y servicios producidos por las empresas extranjeras y si considera la producción de empresas nacionales en el extranjero.

Tasa Básica Pasiva: Tasa de referencia de captación que es calculada por el Banco Central de Costa Rica por medio del promedio de tasas brutas de entidades financieras pública y privadas, así como del Gobierno y Banco Central a 6 meses plazo. Las captaciones de cada una es ponderada por sus captaciones.

Bibliografía

- Banco Central de Costa Rica, División Económica. Diciembre 2010. Informe de Inflación Noviembre 2010. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica, División Económica. Mayo 2011. Evolución del mercado cambiario y del tipo de cambio en el período enero 2007-abril 2011. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Enero 2010. Programa Macroeconómico 2010-2011. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Julio 2010. Primer Revisión del Programa Macroeconómico 2010-2011. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica. Marzo 2011. Memoria Anual 2010. San José, Costa Rica.
- Bernanke, Ben, Enero 2009. Discurso. The Crisis and the Policy Response. Federal Reserve. Stamp Lecture, London School of Economics, Londres, Inglaterra. www.federalreserve.gov.
- Berrocal, Fernando. 22 de mayo de 2011. El dinero de la Droga. Artículo de Opinión Publicado en el Periódico La Nación. San José, Costa Rica
- Brock, Phillip y Stephen Turnovsky. Octubre 1994. The Dependent-Economy Model With Both Traded and Nontraded Capital Goods. *Review of International Economics*, 2: pgs. 306–325.
- Combes, Jean-Louis; Tidiane Kinda y Patrick Plane. Enero 2011. Capital Flows, Exchange Rate Flexibility and the Real Exchange Rate. Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/11/9. Washington DC, EEUU.
- Cubero-Brealey, Rodrigo. Junio 2002. FDI, Foreign Affiliate Operations, and the Transfer Process: Macroeconomic Adjustment to FDI Inflows in the Case of Costa Rica. QEH Working Paper Series – QEHWPS87. Oxford, Inglaterra.
- Edwards, Sebastián. Mayo 1999. The Mirage of Capital Controls. www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards
- Feldstein, Martin y Charles Horioka. 1980. Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal*. Vol. 90, No. 358. pgs. 314-329. Blackwell Publishing for the Royal Economic Society
- Feldstein, Martin. Febrero 2011. Quantitative Easing and America's Economic Rebound. Project Syndicate. www.project-syndicate.org.
- Fondo Monetario Internacional, Monetary and Capital Markets Department. Febrero 2011. Macroprudential Policy: An Organizing Framework. Washington DC, EEUU.
- Fondo Monetario Internacional, Strategy, Policy, and Review Department. Marzo 2011. Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. Washington DC, EEUU.
- Fondo Monetario Internacional. Abril 2011. World Economic Outlook - Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows. Washington DC, EEUU.
- Jiménez, Bernal. Mayo 2011. Visión de algunos sectores. Presentación en el Foro de Tipo de Cambio de Ecoanálisis.

- Mesalles, Luis. Mayo 2011. Régimen cambiario: Evolución y perspectivas. Presentación en el Foro de Tipo de Cambio de Ecoanálisis.
- Mody, Ashoka y Antu Panini Murshid. Abril 2011. Growth from International Capital Flows: The Role of Volatility Regimes. Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/11/90. Washington DC, EEUU.
- Moody's Investor Services. Septiembre 2010. Moody's upgrades Costa Rica's sovereign ratings. Global Credit Research. New York, EEUU.
- Ostry, Jonathan D.; Atish R. Ghosh; Karl Habermeier; Luc Laeven; Marcos Chamon; Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne. Abril 2011. Fondo Monetario Internacional, IMF Staff Discussion Note SDN/11/06. Washington DC, EEUU.
- Rosales, Julio. 2010. Caracterización e impactos sectoriales y sociales de la crisis económica 2008-2009: Lecciones aprendidas y retos de política económica. Ponencia preparada para el Decimosexto Informe Estado de la Nación. Programa Estado de la Nación. San José, Costa Rica.
- Samuelson, Paul. Octubre 1994. Facets of Balassa-Samuelson Thirty Years Later. Review of International Economics, 2: pgs. 201–226.
- Torres, Carlos. Marzo 2007. Estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio y de Tendencia para Costa Rica: Periodo 1991-2006. Banco Central de Costa Rica, Documento de Trabajo DIE-01-2007-NT. San José, Costa Rica.
- Towbin, Pascal y Sebastian Weber. Febrero 2011. Limits of Floating Exchange Rates: the Role of Foreign Currency Debt and Import Structure. Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper WP/11/42. Washington DC, EEUU.
- Villamichel, Pablo. 2010. Sostenibilidad del nivel de inflación del 2009 y desafíos de la política monetaria en los próximos años. Ponencia preparada para el Decimosexto Informe Estado de la Nación. Programa Estado de la Nación. San José, Costa Rica.

Dificultades en la Investigación

1. Ausencia de estudios que permitan dimensionar el tamaño y comportamiento reciente de los flujos de capital de fuentes ilícitas hacia el país.
2. Imposible conocer el flujo de créditos de Banca Corresponsal directamente a los deudores locales. Impresión de colonización de créditos puede ser simplemente un espejismo de nuevos créditos internacionales directos que se escapan a este análisis.
3. No existe información pública disponible sobre el impacto de tipo de cambio e inflación sobre las empresas de la vieja economía, principalmente las PYMES.

Anexos

Anexo 1
Países Seleccionados: Índice de Precios al Consumidor por año
(Índice de Precios al Consumidor)

