

Informe de Inflación

Enero, 2002

El análisis en el Informe de Inflación se basó en el trabajo de la División Económica del Banco Central de Costa Rica con la dirección general de William Calvo. Este informe estuvo bajo la coordinación de Jorge Madrigal. Los principales colaboradores fueron Jorge Madrigal, Mauricio Mayorga, Olga Monge y Jorge León, con contribuciones adicionales de Ana Kikut, Eduardo Méndez, Mario Solano, Rigoberto Torres, Álvaro Solera, Alexis Kauffman, Welmer Ramos y Edwin Tenorio .

El informe refleja las opiniones y comentarios de la División Económica, específicamente de William Calvo, Mariam Cover, Claudio Ureña, Martha Soto y Róger Madrigal.

ADVERTENCIA

La redacción de este informe se realizó con las últimas cifras disponibles a finales de noviembre, 2001 y están sujetas a revisiones

Indice General

<i>1. Presentación.....</i>	<i>7</i>
<i>2. Resumen del Informe.....</i>	<i>9</i>
2.1 Evolución de la inflación.....	9
2.2 Evolución reciente de las tasas de interés.....	10
2.3 Proyecciones y balance de riesgos.....	10
<i>3. Evolución reciente de la inflación.....</i>	<i>13</i>
3.1 Evolución de los diferentes índices de precios.....	13
3.2 Factores que incidieron en la inflación.....	14
Precios del petróleo.....	16
Tipo de cambio.....	16
Actividad económica.....	17
Finanzas públicas.....	22
Política monetaria.....	24
<i>4. Panorama del Sistema Financiero.....</i>	<i>27</i>
4.1 Evolución reciente del sistema financiero.....	28
4.2 Tasas de interés	29
Tasa de interés de la subasta.....	29
Tasas de interés pasivas.....	30
Tasas de interés activas.....	32
4.3 Margen de intermediación financiero.....	33
4.4 Crédito al sector privado.....	34
4.5 Algunos riesgos latentes en el sistema bancario nacional.....	35
Riesgo crediticio	
Riesgo de exposición cambiaria	
Erogaciones extraordinarias	
<i>5. Perspectivas de Inflación.....</i>	<i>39</i>
5.1 Evaluación del pronóstico de inflación para el año 2001.....	40
5.2 Proyección resultante de la combinación de modelos.....	42
5.3 Balance de riesgos.....	43

Índice de Recuadros

<i>1. Opciones de Política Cambiaria en el Nuevo Contexto Internacional.....</i>	<i>18</i>
<i>2. Relación entre los Ciclos Económicos de Costa Rica y Estados Unidos</i>	<i>19</i>
<i>3. Vulnerabilidad de Algunos Sectores Productivos.....</i>	<i>20</i>
<i>4. Tasa de Interés Doméstica y Premio por Inversiones en Documentos en Moneda Nacional.....</i>	<i>33</i>
<i>5. Perspectivas de la Economía Mundial</i>	<i>45</i>

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) presenta el segundo Informe de Inflación, correspondiente al mes de enero de 2002. Como se comentó en el primero, el objetivo de este informe es proporcionar al público mejores elementos de juicio para evaluar la evolución de la economía y de la inflación.

El Informe de Inflación se ha convertido en un medio importante de comunicación con el público en países donde la política monetaria sigue un esquema de “meta explícita de inflación” (o “*Inflation Targeting*”), tales como Inglaterra, Nueva Zelanda, Canadá, Chile, México y Brasil. En él el banco central plantea los aciertos y desviaciones en el logro del objetivo de inflación. En el caso de estas últimas, ofrece su interpretación de las causas y explica las medidas apropiadas para corregirlas.

Sin embargo, éste no es el esquema de política monetaria que sigue el BCCR por el momento. En Costa Rica hemos optado por utilizar un régimen cambiario de minidevaluaciones como “ancla” de la economía. Esto implica que el BCCR utiliza sus instrumentos de política monetaria para que los medios de pago sigan una trayectoria consistente con el nivel de reservas internacionales necesario para lograr el ritmo de ajuste del tipo de cambio. No obstante, se ha considerado conveniente la publicación de este informe como un paso hacia adelante en la tarea de informar y explicar al público la visión del BCCR sobre la evolución reciente y esperada de la inflación (entendida como la variación del índice de precios al consumidor en determinado período de tiempo) y proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre su trayectoria futura. Además, al BCCR le interesa explicar al público de una manera transparente las razones que dan sustento a las desviaciones en el logro del objetivo de inflación.

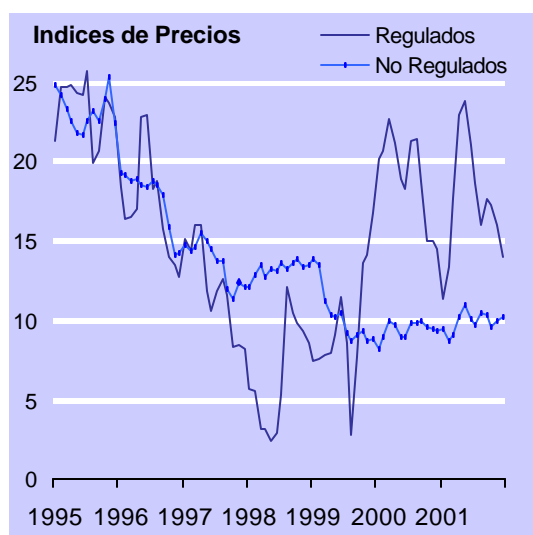
Esto es particularmente importante en el entorno macroeconómico actual. El Informe de Inflación discute principalmente las perspectivas de la economía y la inflación en la presente coyuntura internacional, donde el desaceleramiento conjunto de las principales economías del mundo, agravado por los hechos del 11 de setiembre en los Estados Unidos y los acontecimientos recientes en la Argentina, no ofrecen un panorama halagüeño para economías pequeñas y abiertas como la costarricense. Además, persisten algunos factores domésticos tales como la dinámica de las finanzas públicas y algunos riesgos inherentes al sistema financiero, que podrían dificultar los esfuerzos por lograr reducciones adicionales en la tasa de inflación en los próximos años.

Eduardo Lizano Fait
Presidente

Este capítulo presenta un resumen ejecutivo del Informe. En primer lugar, se discute brevemente la evolución reciente de la inflación. Luego, se analiza el comportamiento que han tenido las tasas de interés y, finalmente, se presentan las proyecciones de inflación para los próximos 24 meses.

2.1 Evolución de la inflación

Durante el 2001 ha sido evidente la influencia de los precios de los servicios regulados en la inflación.



La evolución de la tasa de inflación, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se caracterizó durante el segundo semestre del 2001 por una relativa estabilidad, ubicándose alrededor de un nivel del 11%. Esta tasa resulta levemente inferior a la del primer semestre del año, la cual se vio afectada por los ajustes en los precios de algunos de los servicios regulados y no regulados.

Por otra parte, la inflación subyacente, aproximada por la variación del Índice de Núcleo Inflacionario (INI), si bien tendió a aumentar levemente durante el segundo semestre, se mantuvo por debajo del 10%, lo cual refleja la relativa estabilidad que ha alcanzado inflación. Este hecho, si bien resulta positivo, por cuanto contribuye a aumentar la confianza en los agentes económicos, también tiene cierta connotación negativa, pues pareciera que la inflación ha alcanzado una cota y que su reducción más allá de este límite es una meta difícil de alcanzar, al menos bajo las condiciones macroeconómicas actuales.

2.2 Evolución reciente de las Tasas de interés.

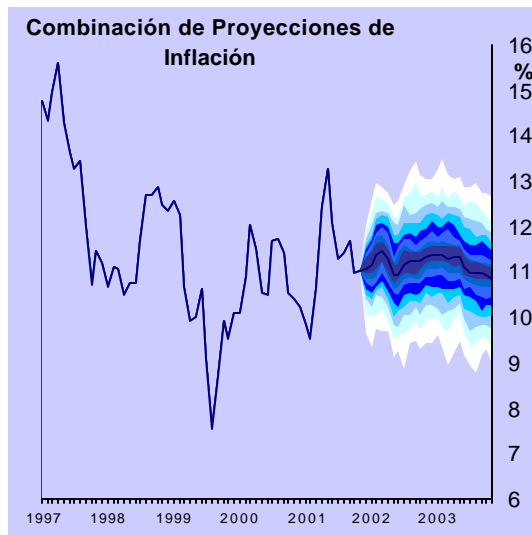
La tasa de interés de la subasta tuvo un leve repunte en el segundo semestre del año, que fue impulsado por el aumento de dos puntos porcentuales que se dio en la tercera semana de noviembre. Este aumento de la tasa de la subasta respondió a la necesidad de ajustar los tipos de interés a una mayor pauta de devaluación la cual, a su vez, se incrementó en respuesta a la evolución del sector externo.

Las tasas pasivas en colones mostraron una tendencia a la baja en la mayor parte del segundo semestre, pero a partir del mes de diciembre esta tendencia empezó a revertirse a raíz del aumento que se dio en la tasa de referencia de la subasta.

Las tasas de interés activas en colones también siguieron una trayectoria a la baja en el segundo semestre. En términos generales, la disminución de las tasas activas se asocia con el poco dinamismo de la demanda crediticia y con la disminución de la tasa de encaje mínimo legal.

Por su parte, las tasas activas en dólares también tendieron a la baja en el segundo semestre.

La inflación anual se proyecta alrededor del 11% para los próximos 24 meses



2.3 Proyecciones y balance de riesgos

Proyecciones. Las tasas de inflación proyectadas para el 2002 y el 2003 son de 11,4% y 10,9%, respectivamente. Las proyecciones para los 24 meses siguientes y sus intervalos de confianza se resumen en el diagrama de abanico.

Riesgos e incertidumbre. El escenario de proyección continúa dominado por el debilitamiento de la economía mundial, el deterioro de los términos de intercambio y el

panorama incierto de los precios del petróleo en el contexto internacional.

La economía costarricense en el 2002, deberá enfrentar precios relativamente bajos para los principales productos agrícolas, estancamiento en las ventas externas de alta tecnología, menor demanda por servicios de turismo y poca actividad económica para el resto de economías centroamericanas. Asimismo, el país podría enfrentar cierto grado de incertidumbre en los mercados internacionales de capital dados los problemas de algunos países emergentes, particularmente Argentina.

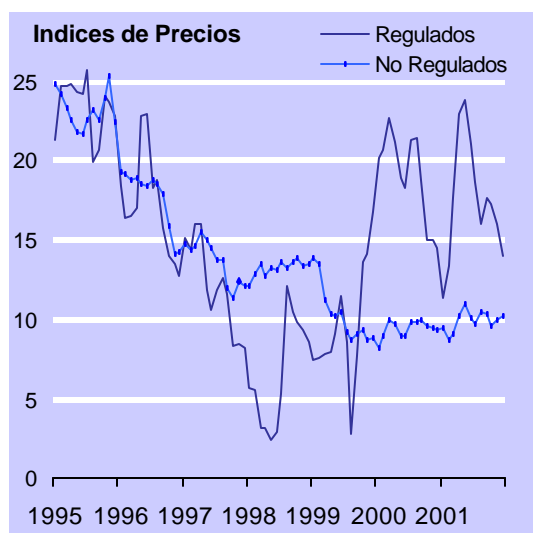
La situación fiscal consolidada durante el año próximo y la incertidumbre asociada al proceso electoral (la renovación de cuadros de gobierno y la continuidad de las políticas), parecen ser los principales elementos domésticos que podrían determinar cambios en la trayectoria esperada de la meta y las proyecciones de inflación.

El principal efecto sobre los precios internos estaría determinado por las mayores necesidades de financiamiento del sector público durante el 2002, lo cual implicará una mayor colocación de deuda (ya sea interna o externa). Lo anterior podría traducirse en niveles de tasas de interés mayores a los establecidos en el programa monetario para tratar de cumplir con los objetivos de inflación.

La tasa de inflación ha mostrado una relativa estabilidad durante el 2001 alrededor de un nivel del 11%.



Durante el 2001 ha sido evidente la influencia de los precios de los servicios regulados en la inflación.



En este capítulo se comenta la evolución de las principales variables macroeconómicas que podrían haber condicionado el comportamiento de la inflación durante el segundo semestre del 2001.

3.1 Evolución de los diferentes índices de precios

La evolución de la tasa de inflación, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se caracterizó durante el segundo semestre del 2001 por una relativa estabilidad, ubicándose alrededor de un nivel del 11%. Esta tasa resulta levemente inferior a la del primer semestre del año, la cual se vio afectada por los ajustes en los precios de algunos de los servicios regulados (electricidad, agua y teléfono) y no regulados (médicos, de laboratorio y odontológicos). El efecto de los ajustes en los precios de los servicios regulados y algunos no regulados ligados al campo de la medicina, fue significativo durante el año, representando poco más del 50% del incremento acumulado del IPC¹.

No obstante lo anterior, las variaciones interanuales de los precios durante el segundo semestre fueron mayores a las registradas durante los primeros meses del año, más que todo por el ajuste significativo de las tarifas de servicios regulados, cuyo efecto, de acuerdo con los resultados de estudios efectuados por el Banco Central, se estima permanecerá por un período menor a doce meses².

¹ El incremento acumulado del IPC explicado únicamente por los servicios regulados es de un 25% durante los primeros diez meses del año.

² Se puede consultar a Hoffmaister, Saborío y Vindas, "Proyecciones de Inflación e Innovaciones en los precios agrícolas y regulados", Banco Central de Costa Rica, Nota de investigación No 7-00, setiembre 2000.

En el Informe de Inflación de junio se pronosticó una tasa puntual de crecimiento interanual del IPC para el año 2001 de un 10,5%, con una probabilidad de un 50% de que dicha tasa se ubicara entre un 10% y un 11%. Al cierre del 2001, la variación del IPC resultó ser de 10,96%, porcentaje que se ubica dentro de los límites del pronóstico.

La evolución de la inflación medida por la variación interanual del Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI), se caracterizó hasta el mes de agosto por una tendencia a la baja en relación con los niveles observados durante el primer semestre. Posteriormente, dicha tasa se mantuvo prácticamente constante en un nivel del 9%.

Por otra parte, la inflación subyacente, aproximada por la variación del Índice de Núcleo Inflacionario (INI), si bien tendió a aumentar levemente durante el segundo semestre, se mantuvo por debajo del 10%, lo cual refleja la relativa estabilidad que ha alcanzado la tasa de inflación. Este hecho, si bien resulta positivo, por cuanto contribuye a aumentar la confianza en los agentes económicos, también tiene cierta connotación negativa, pues pareciera que la inflación ha alcanzado una cota y que su reducción más allá de este límite es una meta difícil de alcanzar, al menos bajo las condiciones macroeconómicas actuales.

3.2 Factores que incidieron en la inflación

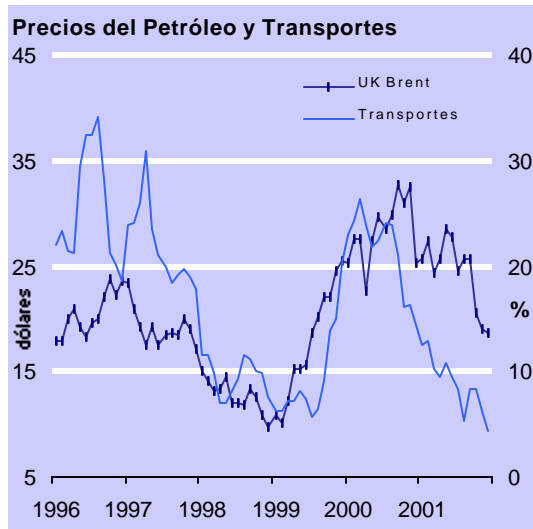
En este apartado se sigue el mismo procedimiento empleado en el Informe de Inflación de junio del 2001, consistente en analizar la evolución de la inflación con base en el comportamiento de algunas variables las cuales se considera tienen un efecto coyuntural o de corto plazo sobre ésta, así como el de otras variables que tienen un carácter permanente o estructural. Las

variables coyunturales analizadas en cada informe pueden ser diferentes, ya que es posible que algunas de ellas pierdan relevancia y, a su vez, otras resulten de mayor interés para explicar la trayectoria de la inflación. Por el contrario, las variables estructurales tienen una incidencia permanente sobre la inflación, por lo cual es de esperar que haya menos cambios en el conjunto de variables estructurales que se incorporen en el análisis en comparación con las coyunturales.

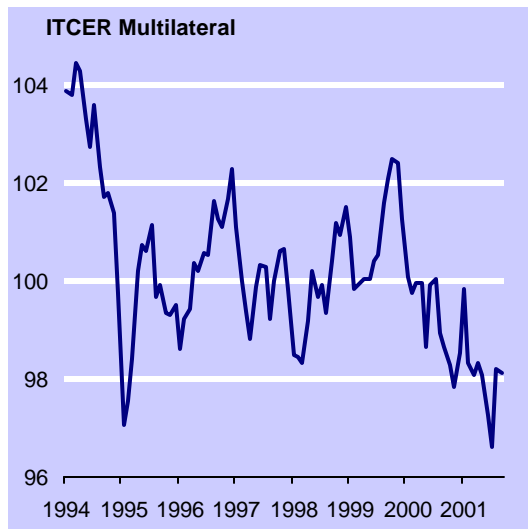
En el Informe de Inflación de junio del 2001, se analizó el comportamiento de la inflación considerando como variables coyunturales el impacto del precio internacional del petróleo, el tipo de cambio, los salarios y la brecha de producción, mientras que, como factores estructurales, se incluyeron al desequilibrio fiscal y a la política monetaria. En el presente informe, el análisis se fundamenta en la evolución de estas mismas variables, a excepción de los salarios, que fueron excluidos debido a que existe poca evidencia de que haya sido un factor importante para explicar el comportamiento reciente de la inflación.

El Banco Central se encuentra actualmente trabajando en la construcción de modelos macroeconómicos para identificar en forma más precisa los determinantes de la inflación. Uno de los avances en esta dirección fue el desarrollo del modelo de combinación de pronósticos de inflación, usado en este informe para elaborar el gráfico de abanico. Sin embargo, es necesario realizar estudios adicionales –algunos de ellos actualmente en proceso- para lograr una explicación más precisa de la dinámica de la inflación en Costa Rica.

Los precios del petróleo no han presionado al alza los precios del grupo de transportes durante el 2001.



Durante el 2001 se ha observado una tendencia a la apreciación del tipo de cambio efectivo real.



³ Al mes de noviembre del 2001, la balanza comercial registró un déficit acumulado de EUA \$1.340 millones, que resulta superior en 216% al déficit observado en el mismo período un año antes. Este resultado es reflejo, principalmente, de la contracción de las exportaciones, ya que el nivel de importaciones acumulado a dicha fecha es muy similar al de los dos años anteriores. La fuerte contracción en las exportaciones de componentes electrónicos, los menores precios internacionales del café y las menores colocaciones externas de banano y algunos productos no tradicionales más que compensó el crecimiento de un 10% en el valor de las exportaciones del resto de actividades en las zonas francas.

Precios del petróleo

Los precios del petróleo no parecen haber constituido un factor de presión al alza de los niveles de precios durante el segundo semestre, pues éstos se comportaron en forma relativamente estable hasta el mes de setiembre y posteriormente tuvieron una significativa caída (44% hasta mediados de noviembre en relación con los niveles del año anterior). Producto de ello, el índice de precios de transporte mantuvo la tendencia descendente iniciada en marzo del 2000, que ha dado lugar a tasas de crecimiento menores al 10% desde junio del 2001. La única excepción a esta tendencia se dio en el mes de setiembre, debido al ajuste en las tarifas del transporte público.

Tipo de cambio

La tasa de devaluación mostró desde febrero cierto rezago en relación con la tasa que sería necesaria para compensar el diferencial de inflación con los Estados Unidos, lo cual ayudó a mantener la tendencia decreciente que se dio en el primer semestre del año en el índice de tipo de cambio efectivo real (ITCER). Sin embargo, la preocupación de que esta situación agravara aún más el desequilibrio del sector externo³ e incentivara una pérdida de reservas monetarias internacionales superior a lo programado llevó a aumentos paulatinos de la pauta de devaluación en el 2001. Inicialmente se pasó de una pauta de 8 a 10 céntimos en el mes de julio, posteriormente se aumentó de 10 a 12 céntimos diarios en octubre. Pese a esta medida, la disminución de los precios en los

A partir del mes de julio se aumentó la pauta de devaluación diaria.



El comportamiento de la producción se ha caracterizado por una tendencia a la baja.



Estados Unidos, especialmente en el mes de octubre cuando cayeron un 2,4%, hizo que el tipo de cambio real continuara apreciado. Al cierre de noviembre este indicador mostró una apreciación acumulada de 1,3 puntos porcentuales.

Los sucesivos aumentos de la pauta de devaluación que se dieron en el segundo semestre del año posiblemente no hayan incidido en forma importante en el crecimiento de los precios en el 2001, debido a que parte de los ajustes se hicieron hacia finales de año y existe cierto rezago entre el momento en que se ajusta la pauta y el momento en que reaccionan los precios. Sin embargo, es posible que esta medida afecte el comportamiento de la inflación en los próximos meses, principalmente debido a su impacto sobre el precio de los bienes transables de las materias primas (ver Recuadro N°1).

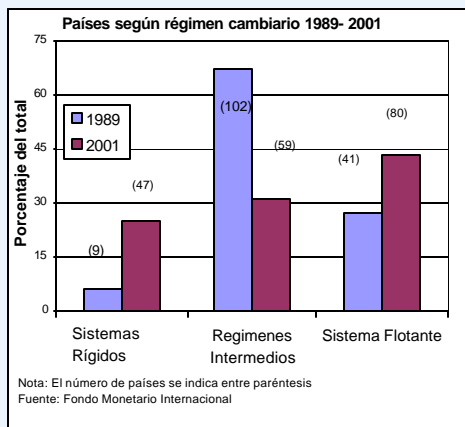
Actividad económica

De acuerdo con la evolución reciente del Producto Interno Bruto, no parece que en los últimos cuatro trimestres haya habido presiones de demanda importantes que afecten el crecimiento de los precios, dado el comportamiento de la producción caracterizado por una marcada tendencia a la baja, en forma consistente con la dinámica de la economía mundial (ver Recuadros N°2 y N°3). No obstante, debe recordarse que la relación entre la brecha de producción y la inflación es débil en Costa Rica (véase [Informe de Inflación, julio 2001](#)) y, por lo tanto, el nivel de actividad económica, menor a su tendencia, sólo podría explicar marginalmente la desaceleración de la inflación.

Recuadro N° 1 Opciones de política cambiaria en el nuevo contexto internacional

Una conclusión que usualmente se encuentra en la literatura reciente sobre sistemas cambiarios óptimos se sintetiza en la frase: "ningún régimen cambiario puede considerarse el mejor para todas las economías, ni en todas las circunstancias y momentos". Además, se plantea en consenso que, independientemente del esquema que el país seleccione, el elemento decisivo para lograr el crecimiento sostenido y la estabilidad subyace en la solidez de sus políticas e instituciones.

La tendencia general que se aprecia en el mundo en los últimos años en cuanto a la adopción de esquemas cambiarios, muestra un creciente abandono de los regímenes intermedios de fijación ajustable (minidevaluaciones, bandas y sus diferentes variantes) y la preferencia por sistemas extremos como las fijaciones rígidas (unión monetaria, dolarización o caja de conversión) y los tipos de cambio flotantes (totalmente flexibles o administrados). Esa tendencia, denominada "enfoque bipolar" y hacia la cual se inclina la mayor parte de los especialistas en economía internacional, se aprecia en el siguiente gráfico¹.



La razón principal de ese movimiento hacia los extremos, sobre todo entre los países con una cuenta de capitales abierta, ha sido la evidencia de que las fijaciones suaves son proclives a las crisis y que no son viables a largo plazo debido especialmente a la llamada "trinidad imposible", esto es, a la situación de recurrente desequilibrio que genera una política caracterizada por perseguir simultáneamente: i) una gestión monetaria activa e independiente (sea con metas monetarias o de tasas de interés), ii) libertad de movimiento de capitales que afecta las tasas de interés internas y iii) un tipo de cambio predefinido.

¹ Recientemente se ha planteado que en lugar de la discusión tradicional de si el tipo de cambio nominal debe ser fijo o flexible, debe dilucidarse primero cuál es la estrategia monetaria idónea para el país lo que definiría el sistema cambiario óptimo.

De esta forma, ha cambiado la percepción de que los regímenes de fijación ajustable como las minidevaluaciones brindan un balance adecuado entre credibilidad (debido al ancla nominal del tipo de cambio fijo) y flexibilidad (al permitir un ajuste gradual del tipo de cambio real en respuesta a diferentes choques). En el mundo, según reporta el FMI, prevalecen solo cuatro países bajo ese sistema entre los que se cuenta a Costa Rica.

Entre los beneficios que se le pueden atribuir están el haberse constituido en un factor que ha brindado relativa certeza a los agentes económicos en medio de la incertidumbre en la que normalmente se realiza el cálculo económico, el haber procurado la competitividad y el balance externo del país y coadyuvado a sortear, sin traumas excesivos para el aparato productivo y el gasto interno, los choques procedentes del exterior como los acaecidos en los noventas.

En contraste, se le apuntan como principales desventajas, el límite que el compromiso cambiario impone a las posibilidades de gestión monetaria del Banco Central en un contexto de relativa integración al mercado internacional de capitales y el generar algún grado de inercia inflacionaria en la economía; asimismo, por su naturaleza, el régimen conlleva consigo el riesgo permanente de ataques especulativos sobre las reservas ante cambios en las expectativas de los agentes económicos sobre la capacidad del Banco de sostener el régimen.

Es claro sin embargo que, de las alternativas disponibles, los sistemas rígidos no parecen ser la mejor opción para Costa Rica en las actuales circunstancias. El país no cumple, en efecto, con algunas condiciones esenciales para adoptar este régimen, tales como desequilibrio recurrente de las finanzas públicas, el desarrollo incipiente aún del mercado financiero y la inflexibilidad de algunos mercados de bienes y servicios y de factores.

Por su parte, los sistemas de flotación no se aplican en toda su extensión en la práctica. De hecho, los bancos centrales intervienen de una u otra manera en el mercado cambiario convirtiéndolos en esquemas de "flotación sucia", lo cual es muy poco transparente en algunos casos.

En cumplimiento de su función esencial de velar por la estabilidad interna y externa de la moneda nacional, el Banco Central evalúa actualmente la conveniencia de mantener la política de ajuste frecuente y moderado del tipo de cambio seguida desde mediados de los años ochenta, ponderando sus pros y contras a la luz de las alternativas.

Recuadro No. 2 Relación entre los ciclos económicos de Costa Rica y Estados Unidos

La economía estadounidense y la economía mundial

Usualmente se considera a los Estados Unidos como la “locomotora de la economía mundial”. La alta correlación entre el desempeño de la producción estadounidense y la del resto del mundo provocaría que cambios en el crecimiento de ese país influencien de manera significativa el crecimiento de los otros países.

Un canal a través del cual se transmiten esos efectos son los vínculos comerciales, dado que una aceleración económica en los Estados Unidos aumenta su demanda por importaciones lo que se refleja directamente en un aumento en la contribución de las exportaciones netas sobre el crecimiento de otras economías. Otro canal es a través de los vínculos financieros por la importancia de la inversión extranjera directa y la inversión de cartera en los flujos financieros mundiales.

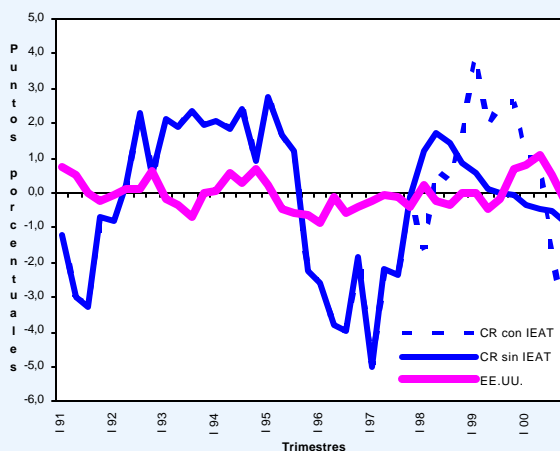
El actual debilitamiento de la actividad económica de Estados Unidos, luego de varios años de expansión, ha hecho surgir el interés por investigar el grado en que éste puede afectar al comportamiento del producto en el resto del mundo. Un estudio reciente elaborado por el FMI¹, que no consideró a Costa Rica, comprueba que el efecto comercial directo sobre el aumento de la producción es sustancial para algunos países, especialmente de América del Norte y Asia, al tiempo que reconoce la dificultad de estimar los efectos comerciales secundarios así como los derivados de la importancia financiera de esa nación.

Efectos de las fluctuaciones económicas de EE.UU sobre el PIB de Costa Rica

El gráfico muestra el ciclo económico de Costa Rica y el de Estados Unidos. Algunas características del ciclo de estos países destacan de manera especial: la gran amplitud de las fluctuaciones del PIB costarricense alrededor de su tendencia en contraste con la relativa estabilidad del producto estadounidense y la marcada influencia de la industria electrónica de alta tecnología en la volatilidad del PIB; la

amplitud del ciclo ha aumentado de manera importante luego del ingreso de esta empresa en 1998..

Ciclo económico de Costa Rica y Estados Unidos
(Desviaciones del PIB con respecto a su tendencia)



Aún cuando, no se aprecia gráficamente una clara asociación entre ambas desviaciones cíclicas, algunas investigaciones sugieren que existe la influencia del ciclo económico de Estados Unidos sobre el de Costa Rica. Por ejemplo, Kikut y Méndez² encuentran evidencia de efectos directos de las fluctuaciones del PIB de Estados Unidos con un trimestre de rezago: una desviación del producto estadounidense de su tendencia de 1 punto porcentual (p.p.) en un determinado trimestre provocaría una desviación del producto costarricense de 2.3 p.p. en el mismo sentido en el siguiente trimestre.

Esta evidencia denota que la dinámica de la actividad económica de Estados Unidos afecta de manera importante el desempeño económico de un país pequeño y abierto como Costa Rica.

¹ Arora, V y Vamvakidis, A. (2001). “The Impact of U.S. Economic Growth on the Rest of the World: How Much Does It Matter?”, WP/01/119. FMI.

² Kikut, A. y Méndez, E. (2001). “Efectos de las fluctuaciones en la actividad económica de Estados Unidos sobre el PIB costarricense”, DIE-034-2001-IT. Banco Central de Costa Rica.

Recuadro No.3 Vulnerabilidad de algunos sectores económicos

Evolución del mercado internacional y principales repercusiones

El entorno internacional durante el año 2001 presentó una serie de características adversas que incidieron negativamente en el desempeño de la economía costarricense. En particular, la evolución de las exportaciones de café y banano no fue favorable, producto básicamente de dos elementos: caída sostenida en el precio del café y la sobre oferta mundial que ha enfrentado el mercado bananero. En adición, la merma en la actividad económica de los Estados Unidos de América y la permanencia de cotizaciones altas del petróleo generaron presiones adicionales sobre la posición externa y la actividad económica del país.

ALGUNOS INDICADORES SELECCIONADOS

	1995-1998	1998-2000	2001
Precio por quintal del café	\$137,6	\$86,6	\$60,7
Millones de cajas banano	114,3	107,3	98,0
Barriles de hidrocarburos financiados por saco de café exportado	6,8	3,4	2,0
Crecimiento EUA	3,8%	3,2%	1,1%

Fuente: FMI y Banco Central de Costa Rica.

El aumento en la oferta mundial del café ha constituido un elemento adicional de la menor contribución de la actividad cafetera, tanto en la actividad económica como en la balanza de pagos del país. La incorporación de Vietnam como el segundo país exportador del mundo y las buenas cosechas en Brasil, el principal productor, han saturado el mercado mundial del grano con el consecuente descenso en los precios.

Por su parte, la producción y las ventas externas del banano enfrentaron condiciones difíciles por la sobre oferta en el mercado mundial y los cambios en la normativa vigente en relación con las cuotas de exportación impuestas por la Unión Europea. En este contexto, el World Economic Outlook (octubre, 2001) destacó la evolución desfavorable de los principales productos transables de las economías en vías de desarrollo. En general apuntó un deterioro en los términos internacionales del intercambio; especialmente para aquellos países en los cuales todavía el comportamiento de las exportaciones está altamente correlacionado con la evolución de los precios de los bienes primarios.

Adicionalmente, el sector turístico enfrentó una desaceleración a partir de los acontecimientos en los Estados Unidos a mediados de setiembre,

2001 en un contexto caracterizado por la menor actividad económica internacional.

En general, la ocurrencia de eventos exógenos a la economía nacional han puesto en evidencia las ventajas (mayores oportunidades) y desventajas (mayor vulnerabilidad) de la integración más profunda a la economía internacional.

Participación de las exportaciones vulnerables en las totales

Es bastante significativa la vulnerabilidad de las exportaciones costarricenses a las situaciones prevalecientes de sobre ofertas mundiales (café y banano) y del estancamiento de la economía estadounidense. En efecto, en el trienio 1998-2000 casi un cuarenta por ciento de las ventas externas de bienes que ha realizado el país corresponden a estos productos o son bienes manufacturados que se colocaron en Estados Unidos de Norteamérica. En el periodo comprendido entre enero y setiembre del 2001, ambos inclusive, debido a la situación de estos mercados, esta participación bajó a un 31%.

En el citado trienio, del total de las exportaciones de bienes correspondió a café alrededor del 5,5% y banano un 10%, esto es, un 15,5% entre ambos; en cambio en los primeros nueve meses del año 2001 este porcentaje bajó a un 13,5% (3,6% y 9,9% para café y banano, respectivamente), lo cual reflejó las menores ventas de estos productos en los mercados internacionales, situación que se ha acentuado durante el presente año, ya que mientras en los años 1999 y 2000 el valor de las exportaciones de estos bienes disminuyó un 15 y 10 por ciento, respectivamente, en los tres primeros trimestres de 2001 la merma fue de casi un 19%, respecto a igual periodo del año inmediato anterior. Estas menores ventas se debieron tanto a la menor cantidad colocada de estos productos, como por la mayor influencia de la reducción de sus precios debido a la sobre oferta mundial de café y banano, afectando negativamente los términos de intercambio del país.

Por su parte, las exportaciones a Estados Unidos de bienes manufacturados (manufacturas de la industria regular, del régimen de Perfeccionamiento Activo –PA- y los productos de la Industria Electrónica de Alta Tecnología –IEAT-) se han afectado significativamente por las

Recuadro No.3 Continuación...

Precio de algunos productos del Comercio Exterior y efecto en la Balanza de Pagos

En dólares de Estados Unidos

	1999	2000	2001 ^{1/}	2002 ^{2/}
Café (quintal)	103,1	95,3	60,7	53,6
Banano (tonelada métrica)	298,7	276,7	281,1	281,1
Petróleo (barril)	19,8	31,8	30,0	22,0
Efecto en Balanza de Pagos ^{3/}	-	-258,9	-393,5	-345,2

1/ Cifras Preliminares.

2/ Proyecciones.

3/ Calculado como variación en los valores (en millones de dólares) con respecto a los registrados en 1999.

condiciones recesivas del mercado estadounidense. En siete puntos porcentuales se redujo la participación de estas exportaciones en el total de las ventas externas, al pasar de un 24% en el trienio 1998-2000 a un 17% en los primeros nueve meses del año 2001, consecuente con la reducción en un 43% de las ventas de estos productos a Estados Unidos en último periodo, respecto a igual lapso del año 2000.

La situación descrita se ha agravado con los acontecimientos en Estados Unidos en setiembre recién pasado, ya que se espera un efecto negativo en la entrada de divisas al país, producto del menor ingreso de turistas, especialmente provenientes de dicha nación. Del total de visitantes, aproximadamente el 40% provienen de Estados Unidos.

Este contexto de vulnerabilidad productiva y exportadora está latente aún cuando, en los últimos años, hay indicios de una mayor diversificación productiva y exportadora que se ha traducido en una mayor participación en el crecimiento económico del país de la manufactura y la industria de servicios; no obstante, todavía insuficiente para evitar secuelas adversas ante deterioros en los términos internacionales del intercambio y la actividad económica mundial.

Perspectivas y acciones correctivas

Respecto a las exportaciones de productos manufacturados a Estados Unidos y las ventas externas de café, la perspectiva no es muy halagüeña.

En efecto, se estima que la situación de bajos precios internacionales del café se mantendrá, ya que los esfuerzos de un grupo de países productores por controlar la oferta no han dado los resultados esperados, pues grandes productores de este grano han estado reuientes a disminuir su oferta. Por otra parte, la FAO estima que la sobre oferta bananera seguirá hasta el 2005, situación que mantendría la crisis de este sector en algunos países productores. Además de lo anterior, la actividad económica en Estados Unidos, aunque se espera una salida de la recesión en el primer semestre de 2002, no da muestras de recuperación, al contrario, en el tercer trimestre de 2001 registró su mayor descenso desde 1991 (el PIB en dicho trimestre fue menor en un 1,1%, respecto a igual periodo del año inmediato anterior).

Los principales eventos que han puesto en evidencia la vulnerabilidad productiva y exportadora del país pueden clasificarse en dos grupos: los de mediano y largo plazo y los coyunturales. En los primeros destaca la sobre oferta mundial de banano y café; mientras que en los de corto plazo se contemplan la menor actividad económica de los Estados Unidos y los efectos sobre el turismo de los recientes acontecimientos en ese país.

Con el fin de atenuar los efectos de los eventos internacionales sobre el desempeño doméstico se han sugerido las siguientes acciones:

- Poner en práctica la sugerencia del Ministerio de Agricultura de mejorar la calidad del café de exportación, eliminando el café de menor calidad, lo cual permitiría optar por mejores precios en el mercado internacional.
- Promover la suscripción de tratados de libre comercio con países en los cuales Costa Rica tiene ventajas comparativas, para ampliar los mercados de los productos de exportación no tradicionales.
- Continuar con la campaña turística nacional a fin de promover el turismo doméstico, lo cual, además de activar la producción turística como tal, implicaría ahorro de divisas en el tanto se sustituye turismo en el exterior por turismo interno.
- Promover cultivos más rentables que puedan ser colocados en los mercados externos.

Finanzas públicas

Resultado primario. De acuerdo con las últimas cifras disponibles, se estima que el resultado primario del SPG como porcentaje del PIB será en el 2001 de una magnitud similar a la del año anterior. Es importante destacar que la revisión de cifras para el año 2000 indica que el resultado primario del SPG no mostró el deterioro que se comentó en la primera edición del Informe de Inflación.

El Gobierno Central muestra una leve mejora en el 2001 en relación con el resultado primario del año anterior. Los ingresos gubernamentales se incrementaron en 0,9 puntos porcentuales del PIB como resultado, en parte, de la aprobación de la Ley de Simplificación y Eficiencia Tributaria (aunque su aporte total a los ingresos no fue el que se esperaba, debido al retraso de varios meses en su aprobación), la cual modificó y adicionó varias disposiciones en relación con el impuesto selectivo de consumo, el impuesto sobre ventas, el impuesto sobre la renta y el Código de Normas y Procedimientos Tributarios. Adicionalmente, contribuyeron las mejoras introducidas en la gestión de cobros de Tributación Directa, producto de la aprobación de las reformas al Código de Normas y Procedimientos Tributarios y la eliminación del otorgamiento de CAT, medida que amplió la base gravable sujeta al impuesto sobre la renta de las empresas.

Aún cuando los gastos crecieron a una tasa menor que la del año anterior, debido a los menores desembolsos por sueldos, salarios y transferencias corrientes y de capital, dicho incremento (0,7 puntos porcentuales del PIB) es de una magnitud similar al aumento de los ingresos, por lo que la mejora del resultado primario es relativamente pequeña.

Sector Público Global: Resultado Primario y Financiero (porcentaje del producto interno bruto)					
	1997	1998	1999	2000	2001/1
Sector público global (I+II+III)					
Resultado primario	2.0	1.3	1.1	1.2	1.2
Gasto neto de intereses	4.5	3.3	4.3	5.0	4.3
Resultado financiero	-2.5	-2.0	-3.2	-3.8	-3.1
I - Sector público no financiero					
Gobierno central					
Resultado primario	0.9	0.8	1.4	0.6	0.8
Ingresos	12.7	12.7	12.5	12.5	13.4
Gastos	11.8	11.9	11.1	11.9	12.6
Gasto neto por intereses	3.8	3.2	3.6	3.6	4.1
Resultado financiero	-2.9	-2.5	-2.2	-3.0	-3.2
II - Resto sector público no financiero					
Resultado primario	1.2	0.7	-0.2	0.8	0.6
Ingresos	17.9	17.2	15.9	17.5	19.3
Gastos	16.7	16.5	16.1	16.7	18.7
Gasto neto por intereses	0.6	0.9	0.9	0.2	0.8
Resultado financiero	1.8	1.6	0.7	1.0	1.4
III - Banco central					
Resultado primario	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2
Ingresos	1.2	1.0	1.0	0.9	0.5
Gastos	1.3	1.2	1.1	1.1	0.7
Gasto neto por intereses	1.3	1.0	1.5	1.6	1.0
Resultado financiero	-1.3	-1.2	-1.6	-1.8	-1.2
Memorado					
PIB (miles de millones de colones)	2,984	3,625	4,513	4,915	5,380
1/ Datos estimados					
Nota: El resultado primario se define como la diferencia entre los ingresos y gastos excluyendo intereses. Los gastos netos por intereses se definen como gastos menos ingresos por concepto de intereses (valores + y - corresponden a gastos mayores que ingresos de intereses y viceversa). El resultado financiero se define como el resultado primario menos los gastos netos por intereses. Los datos son de la Autoridad Presupuestaria y del Banco Central de Costa Rica, los datos para el año 2001 con proyectados.					

Por otra parte, el resultado primario del resto del sector público no financiero (RSPNF) se deterioró levemente en relación con el año anterior. De acuerdo con cifras preliminares, se espera que los ingresos de este grupo se incrementen en 1.8 puntos porcentuales del PIB en el 2001, como consecuencia, principalmente, de los aportes del Instituto Costarricense de Electricidad y de la Caja Costarricense de Seguro Social. Asimismo, se estima que los gastos corrientes crecerán a razón de 2 por ciento del PIB, básicamente por las mayores erogaciones de RECOPE por concepto de las mejoras en las plantas de refinamiento de combustibles y en la CCSS por mayores transferencias al sector privado (incremento en las pensiones de invalidez, vejez y muerte y sus contribuciones de acuerdo con la reciente Ley de Protección al Trabajador).

El resultado primario del Banco Central se espera que no muestre un comportamiento significativamente diferente al de años anteriores.

Gastos netos por concepto de intereses. Los gastos netos por intereses del SPG muestran una mejora en relación con el año 2000, pues se redujeron en 0.7 puntos porcentuales del PIB. Esta mejora refleja, entre otras cosas, el efecto de la reducción de las tasas de interés que se ha observado a lo largo del año y la recuperación de los ingresos por intereses del RSPNF a su nivel histórico.

El aumento que se observa en el gasto neto por intereses del Gobierno Central está estrechamente relacionado con la reducción observada en el gasto por intereses del Banco Central. La razón de esta redistribución del gasto por intereses se asocia con la cancelación por parte del Gobierno Central de su deuda con el Banco Central, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 175 de la ley 7558.

Resultado financiero. La reducción neta del gasto por intereses favorecida por la disminución en la tasa de interés a lo largo del año, permitió revertir de alguna manera la tendencia al deterioro que había venido mostrando el resultado financiero del SPG en los últimos años. Sin embargo, es necesario poner especial atención durante el año 2002 debido al posible efecto que se produciría en el superávit primario de mantenerse el desaceleramiento de la actividad económica interna, a raíz del estancamiento en la economía mundial.

Política Monetaria

Durante el 2001, la política monetaria del Banco Central de Costa Rica continuó su orientación a mantener una trayectoria estable para el tipo de cambio, con la intención de enfrentar el difícil entorno tanto interno como externo que caracterizó a este año. Debido a ello, las acciones de política se dirigieron a alcanzar un nivel de reservas monetarias internacionales consistente con la meta establecida en el Programa Monetario. La decisión de enfocarse en la estabilidad del tipo de cambio, conlleva a algún grado de sacrificio del objetivo de estabilidad de precios. Sin embargo, como se ha discutido previamente, la dinámica de las demás variables asociadas a la evolución de la inflación permitió que esta variable se mantuviera relativamente estable en el 2001.

Como ha sido usual en los últimos años, las acciones de política se realizaron a través de la subasta conjunta. El encaje mínimo legal, si bien se modificó en varias ocasiones a lo largo del año, no fue empleado como instrumento activo de política, pues estas variaciones (que siempre fueron a la baja) más que perseguir un objetivo monetario, se hicieron con la intención de aumentar la eficiencia del sistema financiero.

La tasa de interés de la subasta se mantuvo estable a lo largo del año, alrededor de un nivel de 15%. Sin embargo, a finales de noviembre dicha tasa se incrementó en dos puntos porcentuales para ajustarla a una mayor pauta de devaluación (ver Capítulo III), y, de esta forma, evitar que el premio por invertir en colones continuara cayendo, pues ello podría llevar a una mayor sustitución monetaria en los depósitos bancarios y a una pérdida de reservas monetarias internacionales.

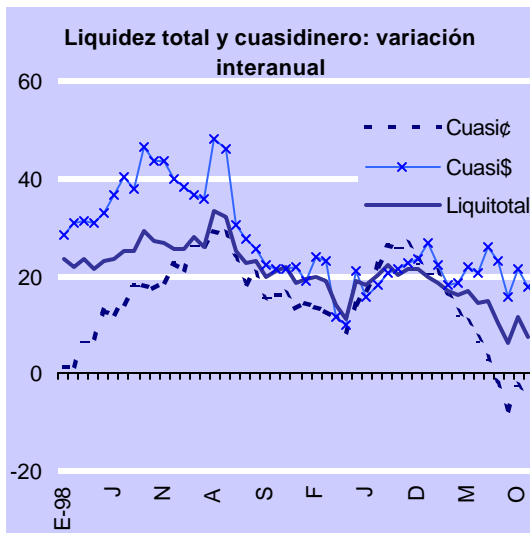
Por su parte, el saldo medio de operaciones de mercado abierto se redujo en el 2001 en comparación con el año anterior, debido, principalmente, al efecto contractivo que tuvieron sobre la liquidez de la economía los pagos que efectuó el Gobierno por concepto de su deuda con el Banco Central. Asimismo, en este resultado influyó el alto nivel de depósitos mantenido por el Gobierno en el Banco Central.

Pese a que, como se dijo anteriormente, la política monetaria en el 2001 se orientó más al logro de un objetivo de tipo de cambio, que al control de los agregados monetarios, éstos mostraron una evolución consistente con la meta de inflación incorporada en el Programa Monetario, debido a la menor presión existente por el lado de la demanda monetaria, producto del menor nivel de actividad económica.

Como puede apreciarse en el gráfico adjunto, en el segundo semestre del 2001 los agregados monetarios continuaron mostrando la tendencia a la baja observada desde principios de año.

Esta caída, sin embargo, no fue uniforme, pues hubo agregados que se vieron más afectados que otros. El cuasidinero en moneda nacional fue uno de los agregados que cayó más fuertemente, pues su tasa de

Los agregados monetarios continuaron mostrando una tendencia a la baja en el segundo semestre del 2001.



variación interanual promedio pasó de 14,5% a -3,5% entre el primero y el segundo semestre del presente año, evidenciando la menor preferencia relativa de los ahorrantes por mantener depósitos bancarios en moneda nacional, en especial depósitos en cuenta corriente y a plazo.

Esta tendencia hacia una mayor sustitución monetaria se evidencia también en el comportamiento de la riqueza financiera. En el caso del sector privado, en los primeros ocho meses del presente año, la riqueza financiera creció en promedio 10,8%, casi la mitad menos que el año pasado, mientras que en este mismo lapso el crecimiento medio de la riqueza financiera en dólares superó en poco más de once puntos porcentuales al del año anterior.

En resumen, durante el segundo semestre del 2001 los principales determinantes de la inflación mostraron un comportamiento tal que no causaron presiones adicionales sobre dicha variable, pero tampoco tuvieron una mejora suficientemente grande como para permitir una baja en el crecimiento de los precios, de allí que éstos tendieron a mantenerse en niveles similares a los observados en los tres últimos años. Como se dijo antes, esta relativa estabilidad es positiva para la economía, pero aún así no es un resultado totalmente satisfactorio, por lo que a futuro deben continuarse los esfuerzos para reducir la tasa de inflación.

Si bien el principal objetivo del presente informe es analizar aquellos acontecimientos, tanto de naturaleza interna como externa, que afectaron la evolución de la tasa de inflación durante el segundo semestre del 2001, se considera conveniente comentar la evolución reciente del sistema financiero nacional, debido fundamentalmente a las siguientes razones:

- Para el Banco Central es de sumo interés efectuar un seguimiento de la evolución de la solidez del sistema financiero nacional ya que este es un sector fundamental para alcanzar y mantener la estabilidad económica.
- Los desequilibrios que ocurran en este sector aún cuando se originen en pocos intermediarios bancarios, debido al efecto contagio constituyen factores causales de desequilibrios macroeconómicos que afectan a toda la economía y, por ende, también a la estabilidad de los precios internos. Por lo general, la influencia sobre los precios internos como consecuencia de las crisis financieras proviene, fundamentalmente, de la expansión monetaria consecuencia de la intervención, ya sea del Banco Central o del Estado, en actividades de salvamento de las carteras bancarias y de compensación de las pérdidas sufridas por los acreedores de dichas instituciones.

En especial, en esta oportunidad se quiere destacar la evolución de indicadores que pueden evidenciar la existencia de riesgos en el sistema bancario nacional y que podrían condicionar en un futuro cercano el desenvolvimiento financiero de los intermediarios bancarios. Como antecedente

Intermediarios financieros: composición por sector (datos Setiembre del 2001)				
Sector	Activo Total	Depósitos	Crédito 1/	Patrimonio
Bancos estatales	50,4	60,8	40,4	30,2
Bancos privados	28,9	21,6	35,7	22,4
Mutuales	3,9	5,0	5,3	1,7
Financieras	1,3	1,2	1,6	2,0
Cooperativas	3,1	2,2	3,9	7,1
Banco Popular	8,7	8,2	10,1	16,9
Otros 2/	3,7	1,0	2,9	19,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Miles de millones ₡	2.591,3	1.712,9	1.333,2	363,0
Crecimiento %	5,9	1,0	13,5	13,9

1/ Cartera al día y con atraso hasta 90 días
2/ Caja de Ande, Banco Hipotecario de la Vivienda
Fuente: División Económica, Informe Trimestral del Sector Financiero, Setiembre 2001

Sistema financiero 1/:			
tamaño con respecto al PIB			
	Dic-99	Dic-00	Sep-01
Activo Total	43.6	47.8	46.4
Activo productivo	34.8	38.9	38
Crédito Total	20.2	23.1	24
Colones	10.7	12.7	12.4
Dólares	9.5	10.4	11.6
Depósitos Totales	31.5	34.7	32.3
Colones	19	21	18.6
Dólares	12.5	13.7	13.7

1/ Incluye bancos, mutuales, cooperativas de ahorro y préstamo y financieras no bancarias
Fuente: División Económica, Informe Trimestral del Sector Financiero, Setiembre 2001

de lo anterior, este capítulo también aborda el crecimiento y la estructura del sistema financiero así como la evolución de las tasas de interés y del crédito al sector privado.

4.1 Evolución reciente del sistema financiero.

El sistema financiero costarricense continúa mostrando una alta concentración alrededor del sistema bancario, aunque durante el presente año ha habido una leve disminución en la participación de la banca, medida sobre el volumen total de activos, los depósitos del público y la cartera crediticia. Además, dentro del sector bancario también se ha observado un aumento en la importancia relativa de los bancos privados con respecto a los estatales en las dos primeras categorías mencionadas.

Durante el año en curso se ha reducido la profundización financiera, medida tanto con respecto a los activos totales como en relación con los depósitos bancarios, aspecto que repercute negativamente en la efectividad de la política monetaria, ya que ésta se transmite al resto de la economía a través de las operaciones del sector financiero.

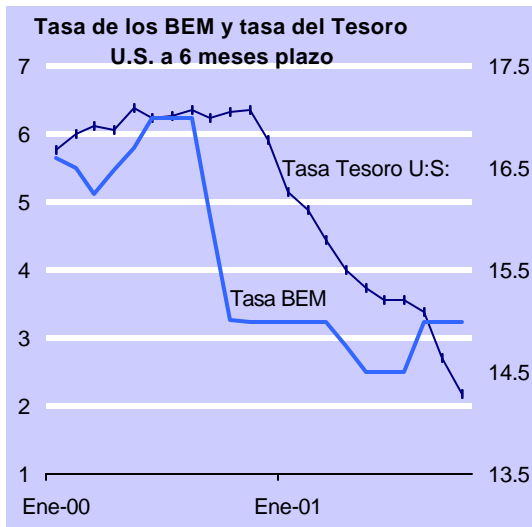
Otra característica relevante del sistema financiero costarricense en la actualidad es la marcada dolarización tanto de la cartera crediticia como de los depósitos. A setiembre del 2001, un 41% de la cartera crediticia de los bancos estatales y un 69% de la de los bancos privados estaba denominada en dólares, mientras que en el caso de los depósitos esos porcentajes fueron de 45,1% y 49,1%, respectivamente⁴.

⁴ Calculadas con base en el saldo de los depósitos al 16/11/2001. Incluyen depósitos en cuenta corriente, cuentas de ahorro a la vista y depósitos a plazo.

4.2 Tasas de interés

Tasa de interés de la subasta

Mientras las tasas de interés fijadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos continuaron cayendo, las tasas de la subasta más bien experimentaron pocas variaciones.



La tasa de interés de la subasta tuvo un pequeño repunte en el segundo semestre del año, que fue impulsado por el aumento de dos puntos porcentuales que se dio en la tercera semana de noviembre. Producto de este ajuste, la tasa promedio correspondiente al segundo semestre (15,3%) superó en medio punto porcentual a su similar del primer semestre.

Aunque, como se indicó en el Informe del mes de junio, en el mediano plazo las tasas de interés de la subasta guardan una relación estrecha con las tasas internacionales y, particularmente con las de los Estados Unidos, a corto plazo puede haber desviaciones en la tendencia de ambas variables que reflejan circunstancias particulares de la economía local. Esta es la situación del segundo semestre del año pues, a pesar de la caída de las tasas de interés fijadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos, las tasas de la subasta más bien experimentaron pocas variaciones en este mismo período, a pesar de las presiones locales a raíz del empeoramiento de la economía mundial y del clima de incertidumbre imperante en los mercados financieros internacionales, especialmente después de los acontecimientos en las ciudades de Nueva York y Washington D.C.⁵.

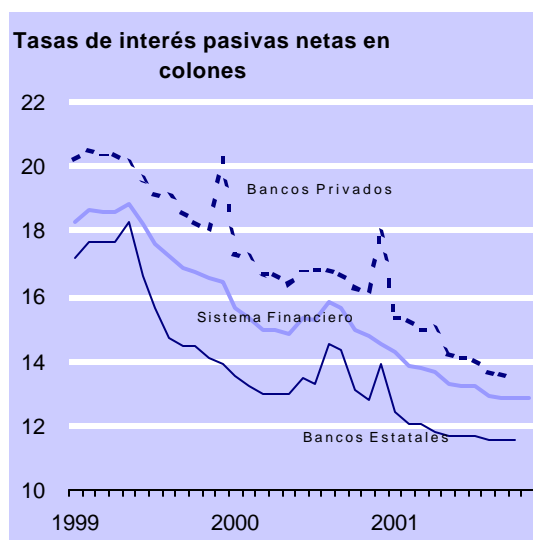
En particular, el aumento de la tasa de la subasta de finales de noviembre respondió a la necesidad de ajustar los tipos de interés a una mayor pauta de devaluación la cual, a su vez, se incrementó en respuesta a las presiones en el sector externo. El aumento de la pauta de devaluación (de 8 a 10 céntimos en julio y de 10 a 12 céntimos en octubre) redujo el premio por invertir en colones aún más a partir del

⁵ La fragilidad de la economía mundial, al igual que los desequilibrios internos, estaban presentes aún desde antes de los atentados, pero se acentuaron después de este evento.

mes de agosto, por lo cual, a partir del mes de noviembre, el Banco Central incrementó en dos puntos la tasa de interés de la subasta. Esta medida permitió aumentar el premio por invertir en moneda nacional en comparación con las tasas internacionales, lo cual ayudó a evitar la salida de capitales. Sin embargo, este ajuste no permitió disminuir la dolarización de los depósitos, pues cuando el premio se calcula con base en las tasas de interés locales, tanto en moneda nacional como en dólares, resulta inferior (e incluso en algunos plazos negativo) a cuando se calcula tomando como referencia las tasas de interés internacionales (Ver Recuadro No.4).

Tasas de interés pasivas

Todos los intermediarios ajustaron a la baja sus tasas pasivas en colones....



Las tasas pasivas en colones mostraron una tendencia a la baja en la mayor parte del segundo semestre, pero a partir del mes de noviembre esta tendencia empezó a revertirse a raíz del aumento que se dio en la tasa de la subasta. Pese a ello, la tasa pasiva del sistema financiero se redujo en 0,74 puntos porcentuales entre el primero y el segundo semestre. Este comportamiento estuvo influenciado por las menores necesidades de captación del Banco Central, producto del pago que efectuó el Gobierno el año pasado y a principios de este año de su deuda con el Banco Central y de la moderada monetización resultante de la leve ganancia de reservas monetarias internacionales. Asimismo, la menor demanda crediticia asociada al escaso dinamismo de la actividad económica, hizo que las entidades financieras compitieran menos agresivamente por los recursos disponibles para financiar nuevas operaciones crediticias, permitiendo bajas adicionales en las tasas pasivas.

En general, todos los intermediarios ajustaron sus tasas pasivas a la baja; sin embargo, los bancos fueron los más influyentes en la evolución de esta tasa, debido a su alta participación dentro del sistema financiero.

Recuadro No 4. Tasa de interés doméstica y premio por inversiones en documentos en moneda nacional

Tasa de interés doméstica

En una economía pequeña y abierta con tipo de cambio fijo, la tasa de interés doméstica está estrechamente ligada a la tasa de interés internacional. En el caso extremo donde los activos financieros domésticos y externos son perfectos sustitutos¹ y no hay expectativas de devaluación deberá ocurrir que

$$i = i^*$$

donde i y i^* corresponden a la tasa de interés nominal doméstica e internacional, respectivamente. Normalmente, estas condiciones no se cumplen completamente en las economías en desarrollo por lo que la paridad de tasas de interés se expresa de la siguiente manera:

$$i = i^* + \phi + \delta$$

Donde ϕ y δ corresponden a la devaluación esperada y al riesgo país respectivamente.

De esta forma, para que se mantenga la condición de paridad de tasas de interés, el diferencial entre la tasa doméstica y la internacional debe ser de tal magnitud que implícitamente reconozca ambos factores de riesgo en el rendimiento de los activos domésticos.

En una economía con una integración cada vez mayor con los mercados financieros internacionales, la condición de paridad de tasas de interés establece, al menos, un piso para la tasa de interés doméstica. En la medida que las autoridades económicas pretendan mantener las tasas de interés domésticas en niveles inferiores al establecido por la condición de paridad descubierta de tasas, es de esperar que ocurra una recomposición de la riqueza financiera de los agentes domésticos que, en un esquema de tipo de cambio fijo, eventualmente conduciría a una pérdida de reservas internacionales netas.

Premio por inversiones en colones

En la ecuación anterior se considera un premio (δ) que corresponde a los puntos porcentuales

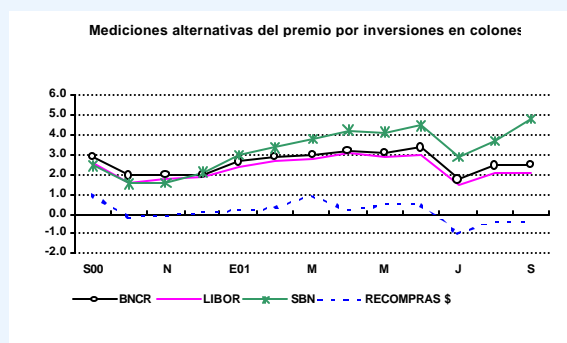
¹ Esto implica que no hay consideraciones de riesgo o de carácter impositivo que impliquen una diferencia entre los activos domésticos y los extranjeros.

adicionales que un documento en colones paga por sobre el rendimiento de un título en dólares ajustado por el incremento esperado en el tipo de cambio.

Este premio se puede estimar utilizando como tasa de interés doméstica la tasa de interés básica pasiva a seis meses plazo, la devaluación esperada como el incremento anual en el tipo de cambio y como indicador de la tasa de interés en dólares se pueden considerar, entre otras, las siguientes opciones; que por su parte generan aproximaciones del premio:

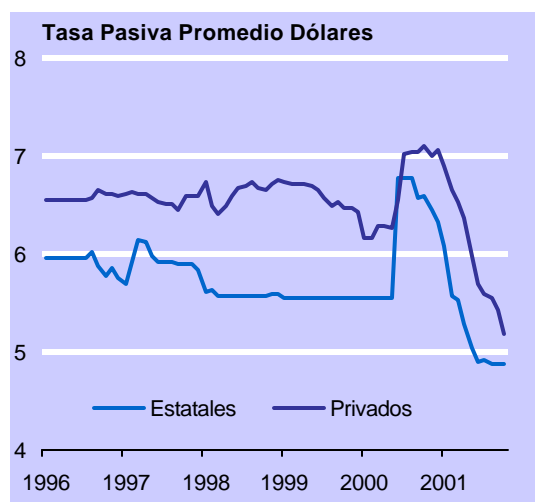
1. la tasa de interés pasiva a 6 meses en moneda extranjera del Banco Nacional (BNCR) como aproximación de la tasa de interés en dólares.
2. la tasa LIBOR a 6 meses como aproximación de la tasa de interés en dólares (LIBOR)
3. la tasa de interés promedio ponderado en dólares del Sistema Bancario Nacional a 6 meses como aproximación de la tasa de interés en dólares (SBN).
4. la tasa de recompras en dólares a 6 meses como aproximación de la tasa de interés en dólares. (Recompras \$)

En el siguiente gráfico se muestran las cuatro opciones de cálculo del premio por invertir en documentos denominados en colones para el periodo setiembre 2000 a setiembre 2001, estas se derivan respectivamente del uso de las tasas de interés en dólares antes citadas.

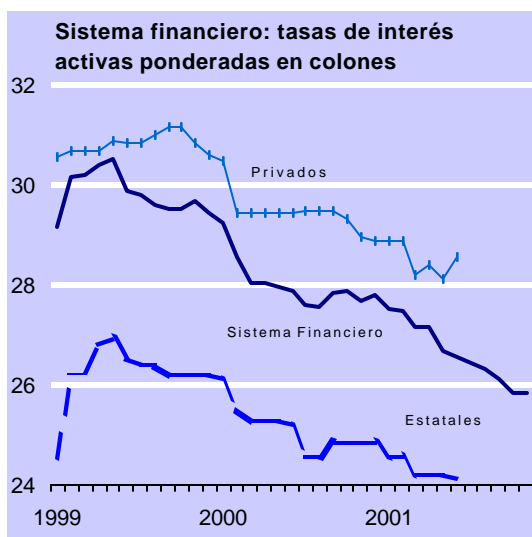


En el gráfico se observa que a partir del mes de julio el premio ha tendido a mantenerse o incrementarse, ello obedece básicamente a las reducciones en las tasas de interés en dólares influidas por los ajustes que la Reserva Federal ha realizado sobre la tasa de interés de los Fondos Federales.

...y también en dólares.



Las tasas de interés activas también mostraron una trayectoria hacia la baja en el segundo semestre del 2001.



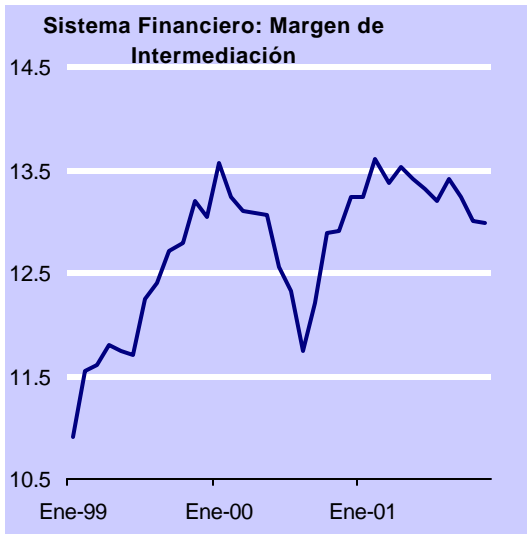
En forma consistente con la evolución de las tasas internacionales, las tasas pasivas en dólares continuaron cayendo en la segunda parte del año. Al igual que en el caso de las tasas en colones, la caída más fuerte se dio en los bancos privados. En promedio, la tasa pagada por estos intermediarios cayó 0,88 puntos porcentuales entre el primero y el segundo semestre, mientras la disminución media de los bancos estatales en ese mismo lapso fue de 0,48 puntos porcentuales. Asimismo, también a lo largo del año tendió a reducirse la diferencia entre las tasas pagadas por ambos grupos de intermediarios. Así, en enero este diferencial fue de 0,85 puntos porcentuales, en tanto que en noviembre la diferencia se acortó a sólo 0,22 puntos porcentuales.

Tasas de interés activas

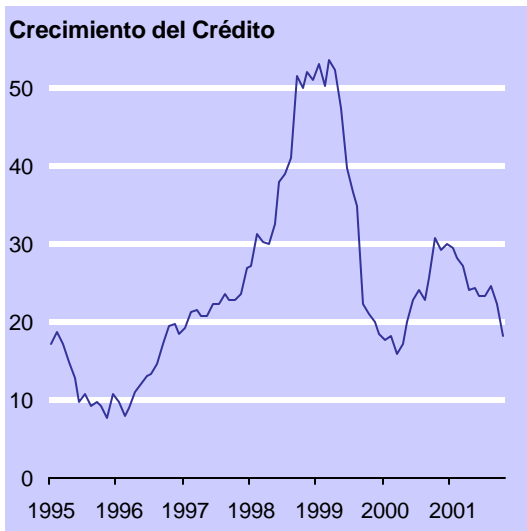
Las tasas de interés activas en colones también siguieron una trayectoria a la baja en el segundo semestre; así, la tasa activa promedio del sistema financiero cayó cerca de un punto porcentual entre el primero y el segundo semestre. En términos generales, la disminución de las tasas activas se asocia con el poco dinamismo de la demanda crediticia y con la disminución de la tasa de encaje mínimo legal (4 puntos porcentuales, en el caso de las obligaciones en moneda nacional).

Por su parte, las tasas activas en dólares también tendieron a la baja en el segundo semestre. En promedio, los bancos estatales disminuyeron sus tasas activas en dólares en 0,81 puntos porcentuales, mientras el ajuste de los bancos privados fue levemente mayor (0,95 puntos porcentuales). La evolución de estas tasas es consistente con la disminución observada en las tasas internacionales de interés. En el caso de las tasas en dólares, tanto activas como pasivas, hay mayor uniformidad entre los bancos estatales y los privados en la magnitud del ajuste de las tasas. Este hecho puede reflejar una mayor

El margen de intermediación promedio en el 2001 se incrementó en medio punto porcentual en relación con el 2000.



La tasa de crecimiento interanual del crédito ha mostrado una tendencia decreciente durante el 2001.



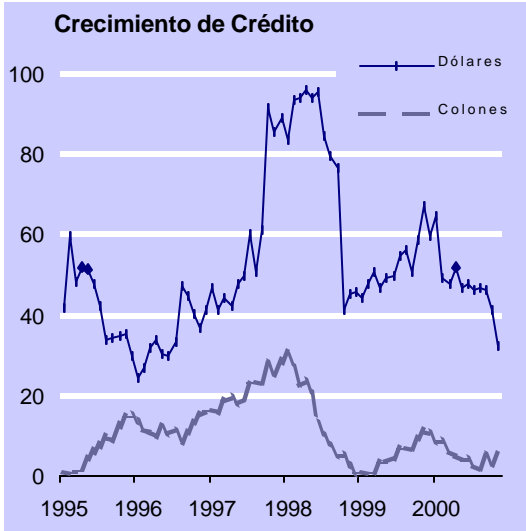
competencia entre ambos grupos de intermediarios, tanto en el lado de la captación como de las colocaciones, lo cual se justifica por el mayor dinamismo mostrado por la demanda crediticia en dólares en comparación con la moneda nacional⁶.

4.3 Margen de intermediación financiero

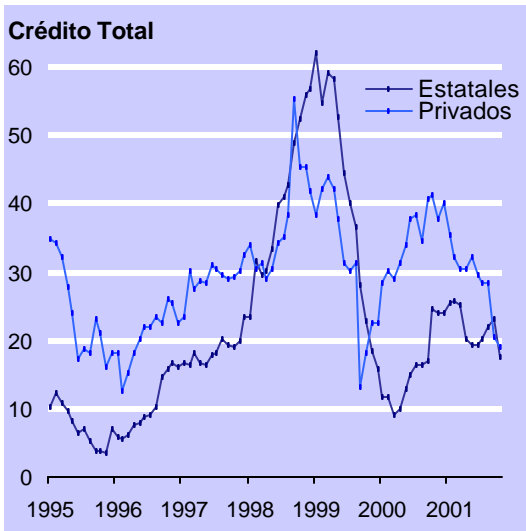
El margen de intermediación del sistema financiero sobre las operaciones bancarias en moneda nacional, calculado como la diferencia entre la tasa activa promedio y la tasa pasiva promedio, disminuyó en promedio 0,25 puntos porcentuales entre el primero y el segundo semestre. Sin embargo, cuando se compara el margen promedio del 2000 con el 2001, se aprecia en este último año más bien un aumento en dicha variable cercano al medio punto porcentual. Este resultado es sorprendente, pues entre enero del 2000 y diciembre del 2001, la tasa de encaje mínimo legal sobre las obligaciones en moneda nacional se redujo en 7 puntos porcentuales. No está clara la razón por la cual la disminución del encaje no se ha traducido en una reducción del margen de intermediación, aunque ello puede deberse a la falta de competencia en el sistema financiero. Asimismo, deben considerarse los altos costos de captación de algunas entidades bancarias que habían concedido crédito en el pasado a las actividades bananera y cafetalera, cuya situación se ha venido deteriorando en los dos últimos años. Otro hecho relevante en este resultado es que los bancos han destinado una mayor proporción de su cartera crediticia a actividades con tasas más altas (consumo) con el consiguiente incremento de la tasa activa promedio ponderada y también del margen.

⁶ Si bien el crecimiento interanual del crédito en moneda extranjera se ha desacelerado respecto al año precedente en mayor proporción que lo observado en moneda nacional (tal y como se comenta más adelante), este aún mantiene tasas de crecimiento de alrededor del 30%.

La desaceleración del crédito ha sido más pronunciada en el caso de la moneda extranjera.



El otorgamiento del crédito se ha desacelerado en mayor proporción en la banca privada.



4.4 Crédito al sector privado

Luego de la recuperación mostrada por el crédito al sector privado durante el 2000, las tasas interanuales de crecimiento en el 2001 mostraron una tendencia decreciente.

La desaceleración en el crecimiento del crédito fue más pronunciada en el caso de los préstamos otorgados en moneda extranjera en comparación con aquellos denominados en moneda nacional, aunque la cartera crediticia continúa altamente dolarizada. El crecimiento de los créditos en moneda extranjera ha sido significativo desde 1997⁷, lo cual generó a finales del año pasado cierta preocupación en el Banco Central y en la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) por la mayor exposición al riesgo cambiario y crediticio, sobre todo cuando el otorgamiento del crédito no toma en cuenta la capacidad del deudor para generar ingresos en esa misma moneda.

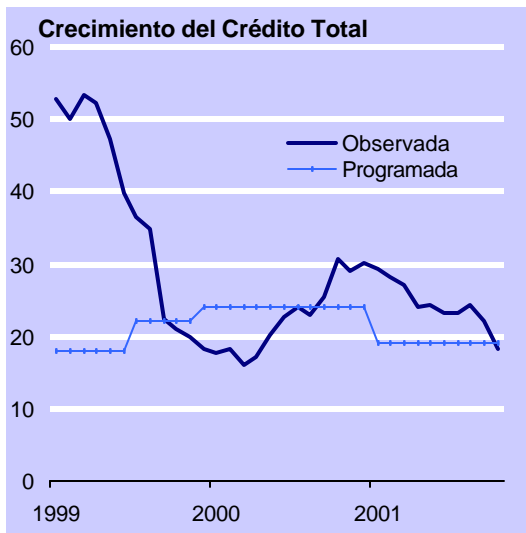
En este sentido se han tomado algunas medidas como fue el “Reglamento para Juzgar la Situación Económica-financiera de las Entidades Fiscalizadas”⁸ en el cual se establecen ciertas disposiciones para cuantificar, evaluar y dar seguimiento al riesgo cambiario asumido por parte de las instituciones bancarias. Asimismo, algunas instituciones bancarias tomaron medidas adicionales por iniciativa propia, tendientes a condicionar el otorgamiento de nuevos créditos en moneda extranjera a la capacidad de los para generar ingresos en dicha moneda. El efecto de una recesión económica mundial sobre los ingresos de algunas empresas exportadoras con créditos en el SBN así como

⁷ La tasa de crecimiento interanual promedio del crédito en moneda extranjera fue de un 37% en 1997, 62% en 1998, 74% en 1999 y 55% en 2000. La tasa de crecimiento promedio durante los primeros diez meses del 2001 es de un 46%.

⁸ Este reglamento fue aprobado por el CONASSIF en la sesión 197-2000, celebrada el 11 de diciembre del 2000, publicado en el Diario Oficial La Gaceta el 9 de enero del 2001. Dicho reglamento empezó a regir en el mes de julio del presente año.

la mayor expansión del crédito al sector privado, en los últimos años, hacia el sector consumo y comercio, motivó un comportamiento más prudente en el otorgamiento del crédito durante el 2001.

La tasa de crecimiento interanual del crédito se aproxima a la contemplada en el programa monetario del 2001.



4.5 Algunos riesgos latentes en el sistema bancario nacional

El análisis del riesgo crediticio y cambiario del sistema bancario nacional ha cobrado recientemente gran relevancia, debido al acentuamiento en el proceso de dolarización de los pasivos bancarios y también, especialmente, de la cartera crediticia de estas instituciones, en un entorno económico internacional caracterizado por una recesión en los países industrializados y por un clima de incertidumbre en los mercados financieros. Este entorno ha reforzado el estancamiento en la producción nacional, agravando la situación de algunas actividades económicas tales como café, banano y, posiblemente, turismo y otras ramas manufactureras (Ver Recuadro 3), lo cual ya se empieza a reflejar en la calidad de la cartera crediticia de algunos intermediarios bancarios. En el futuro inmediato las perspectivas de recuperación de la economía mundial son inciertas, por lo cual los riesgos antes mencionados podrían incluso profundizarse.

Riesgo crediticio

Por lo general, la evaluación e identificación de los riesgos financieros se subestiman en períodos de rápida expansión crediticia lo cual propicia un fuerte ligamen entre los auges crediticios y la gestación de crisis financieras⁹. Debido a lo anterior, en períodos de recesión económica pueden aflorar ciertas fragilidades

⁹ Véase Mayorga y Durán, “Crisis bancarias: Factores causales y lineamientos para su adecuada prevención y administración”. Serie Comentarios sobre asuntos económicos No 193, Banco Central de Costa Rica, Septiembre 1999.

o vulnerabilidades en los mercados bancarios o financieros no tan evidentes en una economía en crecimiento.

Luego de la fuerte expansión del crédito al sector privado por parte del Sistema Bancario Nacional (SBN) durante el período 1997-1998, es posible analizar algunos riesgos latentes en el SBN, principalmente en cuanto a la morosidad y la dolarización de la cartera bancaria.

La significativa expansión del crédito concedido por el SBN en el período arriba mencionado, fue seguida por un incremento en los índices de morosidad en el tercer y cuarto trimestre del 2000. Este comportamiento se reversó en el transcurso de los primeros nueve meses del 2001 donde se observó una disminución de los índices de morosidad del SBN. Esta disminución se debió fundamentalmente al comportamiento de los bancos estatales, pues en el caso de los bancos privados más bien se produjo un ligero incremento en el índice de morosidad.

La baja en el índice de morosidad de los bancos estatales se debió al traspaso como pérdidas que hizo el Banco Crédito Agrícola de cerca de \$3000 millones de su cartera en las categorías E y D, utilizando los fondos obtenidos de la venta de sus acciones en BICSA. Adicionalmente, el Banco Nacional pasó un monto importante de los préstamos a la Liga Industrial de la Caña de Azúcar (LAICA), al BICSA, y así liberar recursos de estimaciones para incobrables. Por otra parte, este banco también recuperó y readecuó una parte de la cartera mala del sector bananero, con lo cual logró mejorar sus indicadores de morosidad. Este tipo de operaciones, si bien son válidas, pueden ocultar los verdaderos niveles de morosidad de una institución bancaria. Con el fin de corregir esto, la SUGEF emitió la normativa 24-00, donde se establece el concepto de “Morosidad Ampliada”, el cual toma en cuenta, a la hora

Coefficiente cartera vencida 1/		
SBN		
PERIODO	Banca Estatal	Banca Privada
Dic. 1999	2.84	1.4
Dic. 2000	4.78	1.54
Jun. 2001	3.66	1.3
Sep. 2001	3.42	1.64

1/: Atraso mayor a 90 días respecto a la cartera total
Fuente: Departamento Monetario, BCCR, "Informe trimestral de sistema financiero", Junio y Septiembre 2001.

de evaluar niveles de morosidad, no solo la cartera vencida, sino también los montos “pasados” por pérdida y los montos “recuperados” en forma de bienes dados en pago (terrenos, edificios, etc.).

Además de la inquietud de que la mejora en la morosidad no refleje las verdaderas condiciones de las entidades bancarias, preocupa la recesión económica internacional por cuanto puede afectar la capacidad de pago futura de algunas empresas locales, aumentando de esta forma los niveles de morosidad.

El empeoramiento de la crisis de los sectores cafetalero y bananero puede afectar también en el futuro la calidad de la cartera crediticia. Esto se debe no solo a la fuerte caída en los precios internacionales de dichos productos, sino también a las disputas comerciales relacionadas con el establecimiento de cuotas de exportación, sobre todo en el caso del banano.

Riesgo de exposición cambiaria

Existe también preocupación por el riesgo cambiario de los bancos. Esta preocupación se justifica si se considera el proceso de dolarización de los activos bancarios y, especialmente de la cartera crediticia, debido a su aumento durante los últimos tres años¹⁰. La exposición de los bancos surge porque no todos esos créditos se han otorgado a personas con ingresos en dólares, y entonces, de producirse una mayor devaluación del colón, posiblemente se incrementaría la morosidad de la cartera. Pero el riesgo surge también por el lado de los pasivos. Esto por cuanto, de presentarse un desajuste entre la cantidad de activos y pasivos denominados en moneda extranjera o un descalce de plazos, los bancos podrían enfrentar problemas para honrar sus obligaciones en divisas.

¹⁰ Véase “Informe trimestral del sistema financiero”, Departamento Monetario, Banco Central de Costa Rica, Junio y Setiembre 2001.

El proceso de dolarización de la cartera crediticia y de los pasivos de los bancos también tiene implicaciones negativas para la implementación de la política monetaria. Por un lado, cuanto mayor sea la proporción de pasivos bancarios en moneda extranjera respecto a los pasivos en moneda nacional, menor es la base sobre la cual se aplicarían las políticas del Banco Central en materia de control de la liquidez. Por otro lado, cuanto más dolarizada sea la cartera crediticia de los bancos, menores son los grados de libertad del Banco Central para acelerar la pauta de devaluación en función de sus objetivos del sector externo, pues esta medida podría tener efectos desestabilizadores sobre la situación financiera del sistema bancario nacional.

Erogaciones extraordinarias

Un elemento de incertidumbre sobre la banca comercial lo constituyen algunas iniciativas para aumentar las erogaciones extraordinarias de estos intermediarios. Por ejemplo, el Proyecto de Ley del Fideicomiso Agrícola establece una contribución adicional durante dos años equivalente a un 5% de las utilidades de los grupos financieros privados y también de los bancos comerciales estatales, para permitir una readecuación de las deudas de los pequeños agricultores agrícolas¹¹.

¹¹ La Asociación Bancaria Costarricense (ABC) y la Cámara de Bancos Privados presentaron sendos recursos de amparo en contra de esta disposición legal. Para la banca privada la contribución sería de alrededor de ¢ 6.500 millones.

En este capítulo se presentan los escenarios de proyección de la inflación para los próximos 24 meses y se evalúa el grado de cumplimiento de la proyección de inflación para el año 2001, efectuada en el Informe de Inflación de Junio. Los escenarios de proyección consideran dos elementos: los modelos de pronóstico de la inflación del Banco Central de Costa Rica y la meta de inflación fijada por las autoridades en el Programa Monetario.

Actualmente el BCCR cuenta con cuatro modelos para proyectar la inflación, un modelo de vectores autoregresivos de transmisión monetaria, un modelo que considera el impacto de los precios del petróleo, un modelo “ingenuo”¹² y un modelo univariable, los cuales se combinan para obtener una única proyección de la inflación¹³.

La proyección combinada constituye una importante herramienta analítica para fijar la meta de inflación. Ella se incorpora en el Programa Monetario del Banco Central. Sin embargo, la meta de inflación no debe coincidir necesariamente con el pronóstico del modelo combinado. Por el contrario, lo usual es que haya diferencias entre ambas cifras debido a ciertos elementos que no son captados por los modelos de pronóstico y pueden afectar la evolución de la inflación. Además, las proyecciones no incorporan elementos de política económica, sino que se limitan a indicar la posible trayectoria de la inflación si las condiciones fuesen similares a la situación actual. La meta, por su parte, sí considera las acciones de política para lograr

¹² Este modelo asume que la inflación de los próximos doce meses es igual a la inflación de los doce meses precedentes.

¹³ Para mayor información sobre la combinación de proyecciones, véase el Recuadro N°9 del Informe de Inflación de Junio del 2001.

un determinado resultado, de acuerdo con el criterio de las autoridades.

5.1 Evaluación del pronóstico de inflación para el año 2001

En el Informe de Inflación de junio del 2001 se proyectó una tasa de inflación del 10,5% para el año 2001. Esta proyección se basó en ciertos supuestos sobre algunas variables, denominadas en el citado informe como “condicionantes externos” y “condicionantes internos”. Específicamente, para el presente año, se supuso lo siguiente:

- Una disminución en los precios del petróleo de aproximadamente 10% con respecto al año 2000, consecuencia de una baja en la cantidad demandada de hidrocarburos en los mercados internacionales.
- Una tasa de crecimiento de la economía mundial cercana al 3,2%, gracias a la reactivación de la actividad económica en los Estados Unidos a partir del segundo semestre del 2001.
- Las tasas de interés mundiales se mantendrían sin cambios significativos en el segundo semestre del año.
- Un deterioro del resultado primario del sector público global, debido a los mayores gastos del Gobierno Central, el retraso en la aprobación del proyecto de simplificación y eficiencia tributaria y la sobreestimación de los ingresos gubernamentales correspondientes al año 2000.
- Deterioro de la cartera crediticia (aumento de morosidad), que dificultaría la reducción de las tasas de interés y la transmisión de esta disminución al resto de la economía y, particularmente, a la inflación.
- Una devaluación nominal del colón de siete por ciento en el 2001.

Al cierre del 2001 la tasa de inflación, medida por la variación del IPC, fue de 10,96%, tasa

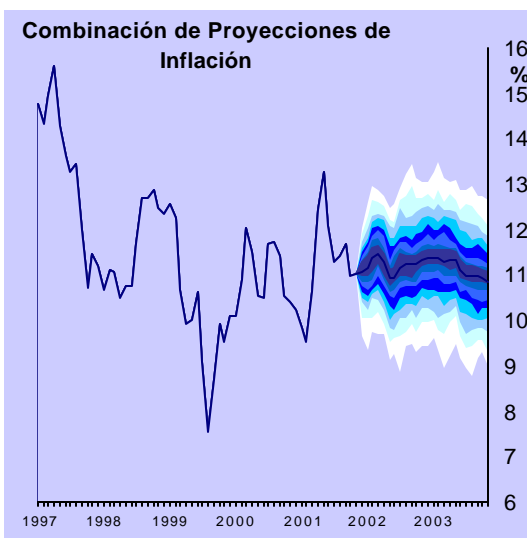
muy cercana a la meta revisada del Programa Monetario (11%) a mediados de año y levemente por encima de la estimación puntual incorporada en el Informe de Inflación de junio del 2001. Al analizar los supuestos de esta última estimación, se aprecia lo siguiente:

- La disminución en los precios del petróleo hasta mediados del mes de noviembre fue de 44%, tasa que resulta superior a la caída prevista (10%).
- La reactivación esperada para el segundo semestre de la economía de los Estados Unidos no se produjo. Por el contrario, los acontecimientos en las ciudades de Washington y Nueva York debilitaron aún más la economía de esta nación, en razón de lo cual el crecimiento mundial en el 2001 no será del 3,2% previsto, sino de un 2,4%.
- Las tasas de interés mundiales, en el segundo semestre del año en curso, continuaron disminuyendo.
- El proyecto de ley de simplificación y eficiencia tributaria se aprobó un poco antes de lo esperado en el informe de inflación de Junio del 2001. Asimismo, contrario a lo previsto, el superávit primario del Gobierno como proporción del PIB registró una leve mejora (0,8% en el 2001 contra 0,6% en el 2000). Sin embargo, el resultado financiero mostró una desmejora (como proporción del PIB, el déficit pasó de 3,0% en el 2000 a 3.2% en el 2001), producto de la alta colocación de títulos que hizo el Gobierno, especialmente en el mercado interno.
- La devaluación del colón en el 2001 fue levemente superior a lo que se esperaba (7,4% contra 7%).

Dado el número de variables involucradas, es difícil determinar su importancia relativa en la desviación observada entre la inflación estimada para el presente año en el Informe de Inflación de Junio y la efectivamente

alcanzada¹⁴. Sin embargo, este desvío se relaciona probablemente con la profundización del deterioro de la economía mundial luego de los atentados terroristas, pues esta situación, por su naturaleza, obligó a aumentar la pauta de devaluación interna y, dado el efecto de “*pass-through*”, influyó en una inflación más elevada¹⁵.

Al cierre del 2001 se proyecta una tasa de inflación de 11.2%.



5.2 Proyección resultante de la combinación de modelos

En noviembre del año en curso se actualizaron las estimaciones de inflación para el cierre del 2001 y para los próximos 24 meses. Estas estimaciones se hicieron bajo los siguientes supuestos: 1) precio de petróleo promedio de \$26.8 y \$24.5 por barril e para los años 2001 y 2002 ,respectivamente¹⁶; 2) incremento nominal del tipo de cambio de un 7%, 10% y 9% para los años 2001, 2002 y 2003 en su orden y 3) una tasa de interés mundial que permanece constante, e igual a 1.87%, durante el horizonte de proyección. El precio de petróleo, y la tasa de interés mundial se refieren respectivamente al precio Brent, y al rendimiento sobre letras del tesoro de Estados Unidos a 90 días.

Al cierre del 2001 se proyectó una tasa de inflación para el 2002 y el 2003 de 11,4% y 10,9%, respectivamente. Las proyecciones para los 24 meses siguientes y sus intervalos de confianza se resumen en el diagrama de abanico.

¹⁴ Esta desviación es con respecto a la estimación puntual, pues la inflación observada está dentro del intervalo de estimación.

¹⁵ Según los resultados de León, Morera y Ramos, “El pass through del tipo de cambio: Un análisis para la economía costarricense de 1991 al 2001”, División Económica, Banco Central de Costa Rica. Versión preliminar, Diciembre del 2001.

¹⁶ El precio del petróleo se actualizó con base en las proyecciones del Fondo Monetario Internacional incluidas en el World Economic Outlook de octubre del 2001.

5.3 Balance de riesgos

El escenario de proyección continúa dominado por el debilitamiento de la economía mundial, el deterioro de los términos de intercambio y el panorama incierto de los precios del petróleo en el contexto internacional. El posible deterioro de la situación fiscal durante el año próximo y la incertidumbre asociada al proceso electoral (la renovación de cuadros de gobierno y la continuidad de las políticas), son los principales elementos domésticos que podrían determinar cambios en la trayectoria esperada de la meta y las proyecciones de inflación.

Condicionantes mundiales

Precios del petróleo. Los precios del petróleo crudo han tendido a la baja hacia finales del año 2001. La reducción en la demanda mundial podría acentuar aún más esta tendencia a la baja durante el año 2002. El Fondo Monetario Internacional estima, a finales de este último año, un precio de \$22 por barril.

El 14 de noviembre, 2001 los países miembros de la OPEP se reunieron para acordar una reducción de la producción de petróleo de 1.5 millones de barriles diarios a partir de enero, 2002. Sin embargo el impacto de esta medida sobre la recuperación de los precios es incierta pues no está claro aún el apoyo de los principales productores no miembros de la OPEP, México Rusia y Noruega, a esta medida. El caso de Rusia es particularmente interesante pues podría convertirse en el segundo exportador mundial de petróleo y, según algunos estudios¹⁷, podría cooperar con los recortes de producción de OPEP sólo si el precio del petróleo cayera cerca de los \$10 por barril.

¹⁷ The Economist Inteligente Unit Views Wire, 15/11/2001

Aún cuando se logre un acuerdo entre la OPEP y los países productores no miembros con el fin de aprovechar la mayor demanda provocada por el invierno en el hemisferio norte y el repunte del transporte aéreo, la sobreoferta mundial podría mantener presiones hacia la baja en el precio del petróleo incluso hasta el 2005.

Perspectivas de la economía mundial. Indudablemente, una de las principales preocupaciones es la profundidad y la duración del desaceleramiento de la actividad económica global (Ver recuadro No. 5). El fenómeno se agrava porque esta recesión está afectando simultáneamente a los tres principales bloques económicos mundiales (EE.UU., la zona del Euro y Japón). En el caso específico de Estados Unidos, la posibilidad de reactivar la economía con los instrumentos tradicionales de política económica es incierta. La diferencia fundamental de la crisis actual reside en los elevados niveles de endeudamiento de los agentes económicos (tanto empresas como consumidores), lo cual hace que éstos sean más cautelosos ante las bajas en las tasas de interés.

Después de casi diez años de expansión, la economía de los EE.UU. fue declarada oficialmente en recesión por el Cycle Dating Comitee del NBER¹⁸, luego de dos trimestres seguidos de caída en el producto interno bruto a pesar de la fuerte reducción de las tasas de interés llevada a cabo por la Reserva Federal y la aprobación de los paquetes de ayuda en el Congreso. Adicionalmente, persisten algunas dudas sobre la efectividad de estas medidas. Por un lado, debido a lo mencionado en el

¹⁸ Nacional Bureau of Economic Research

Recuadro No.5 Perspectivas de la economía mundial

La Economía internacional muestra un panorama de gran incertidumbre de cara a los futuros dos años. En un ambiente de rápida desaceleración de la actividad económica de los tres más grandes bloques económicos (Estado Unidos, Europa y Asia), tuvieron lugar los actos terroristas del 11 de setiembre del 2001 y los hechos subsecuentes, los cuales aceleraron la tendencia hacia el decrecimiento de dichas economías y se han propagado por diversos canales al resto del mundo. Así, el FMI que en mayo del 2001 proyectaba un crecimiento para la economía global de 3,9% para el 2002, ha debido reajustar sus cifras en dos ocasiones a la baja hasta el 2,4%, aunque se proyecta un repunte en el 2003. El hecho de que las principales economías del mundo hayan coincidido en la fase de desaceleración del ciclo económico, es la causa de mayor preocupación.

ALGUNOS INDICADORES DE LA ECONOMIA MUNDIAL							
	Porcentajes						
	Producto Interno Bruto				Partic. en PB Mundial	Partic. en export. bienes y serv. Mundo	Porcent. Poblaç. mundial
	1999	2000 ^{1/}	2001	2002			
Mundial	3,6	4,7	2,4	2,4	100	100	100
Economías Desarrolladas	3,4	3,8	1,3	2,7	57,1	75,7	15,4
Estados Unidos	4,1	4,1	1,1	0,7	22,0	14,2	4,6
Unión Monet. Eur.	2,7	3,4	1,7	1,4	16,0	28,7	5,0
Japón	0,8	1,5	-0,9	-1,3	7,3	7,0	2,1
Países en desarrollo	3,9	5,8	4,0	4,4	37,0	20,0	77,9
América Latina	0,2	4,2	1,1	1,7	8,4	4,5	8,5
Países en Transición	3,6	6,3	4,0	4,1	5,9	4,3	6,7

Fuente: World Economic Outlook, Set. 2001
 Área de Análisis Cambiario y Otros Asuntos del Sector Externo

Este escenario internacional es ciertamente distinto de los anteriores, ya que la desaceleración de la actividad económica se presenta en un panorama de precios estables o a la baja y con solidez en los fundamentales en las principales economías, lo que deja amplio margen para la aplicación de políticas tanto monetarias como de estímulo a la demanda. En esas condiciones las proyecciones de los organismos y entes especializados apuntan a una recuperación a partir del segundo semestre del 2002. No obstante, ni el Fondo Monetario Internacional ni el Banco Mundial excluyen la posibilidad de un escenario peor.

El rápido retorno al crecimiento se cifra en los resultados que brinden la agresiva política monetaria que ha llevado a cabo los Estados Unidos, el Banco Central Europeo y la casi totalidad de los bancos centrales de los países industrializados. Las autoridades norteamericanas

han ido un paso más allá y han puesto en marcha un paquete fiscal de estímulos, la Unión Europea ha permitido que los estabilizadores fiscales automáticos funcionen y Japón, si bien no se decide, tiene margen para inyectar liquidez e incrementar los gastos fiscales dado el clima deflacionario que enfrenta.

Como consecuencia de la menor actividad económica el comercio mundial en el año 2001, muestra una dramática desaceleración para alcanzar tan solo 2% de crecimiento, comparado con el 12,4% del año 2000, no obstante para el 2002, se espera que la situación se revierta y alcance 5%.

Según el Fondo Monetario Internacional, el crecimiento de los Estados Unidos en el 2001, será de 1,1%, y proyecta apenas un 0,7% para el 2002. Los factores que inciden en este desempeño están asociados con la corrección en la burbuja de la cotización de las acciones de sector de Información Tecnológica, junto con una pérdida de confianza de los consumidores e inversores, que debilitaron la demanda doméstica y condujeron a disminuciones en el valor de los activos financieros y disminuciones generalizadas en la producción industrial.

Los pronósticos para la Unión Europea en el 2002 apuntan a un crecimiento económico de 1,4%, inferior en 0,3% al del 2001. El crecimiento en actividad económica está sustentado en naciones como Grecia, Irlanda, España y Luxemburgo, toda vez que los países económicamente grandes de esa zona apenas alcanzarán o estarán por debajo de ese promedio. Las economías europeas están experimentando pérdida de confianza de los consumidores y de los inversionistas, a la vez que el desempleo ha aumentado lo que frena la expansión de la actividad económica.

Japón se encuentra en recesión. En los años 2001 y 2002 se prevén caídas de -0,9% y -1,3% del PIB, respectivamente, lo cual se origina principalmente en la deficiencia en la demanda en la economía doméstica, y la incertidumbre del curso que tomen en el futuro las reformas estructurales de las corporaciones y el sector bancario que en ese país están pendientes. El resto de los países asiáticos recién industrializados crecerán 2,3%, el menor ritmo de crecimiento se explica básicamente en el impacto negativo que tendrá la demanda de productos de alta tecnología en el mercado internacional y la caída en la demanda doméstica.

La región latinoamericana podría crecer en el 2002 un 1,7%, superior al 1,1% con que cerraría en 2001. Los pronósticos indican que factores como menor dinamismo del comercio internacional, precios de los bienes básicos y materias primas relativamente bajos, los menores ingresos por turismo y mayores "spreads" para acceder a los mercados internacionales de capitales, serían los que limiten obtener tasas de crecimiento económico más altas para la Región. Aun así el mejor desempeño esperado descansará en los mejores fundamentales y en la recuperación que al final de año mostrarán las economías avanzadas.

No obstante lo anterior se vislumbran algunos hechos positivos que pueden ser atenuantes en alguna medida de panorama prevaleciente.

a) La reunión de la Organización Mundial de comercio en Doha, logró un significativo acuerdo para entrar a discutir a fondo los temas del proteccionismo agrícola y los textiles por parte de los países desarrollados, y se espera que de ella salgan acuerdos y acciones concretas para abrir los mercados en áreas de gran importancia para el desarrollo de los países del tercer mundo. Lo que en el mediano y largo plazo significará mayor certidumbre y confianza para los inversores en los países en vías de desarrollo.

b) El precio del petróleo que ha finales del 2000 alcanzó niveles del US\$34 por barril, ahora se proyecta en franca declinación, alcanzando a mediados de noviembre del 2001 precios de US\$19 por barril; producto de la mejor provisión de los inventarios mundiales, de los desacuerdos en cuanto a las cuotas de los países productores y de la menor demanda mundial de energía consecuencia de la desaceleración de la economía. El menor precio del petróleo reducirá las necesidades financieras de los países importadores y ayudará a la recuperación.

c) El sector de alta tecnología todavía puede brindar grandes aportes al incremento en la productividad, ya que está resistiendo los efectos del ciclo y sigue mostrando aumentos significativos.

d) Argentina parece aislarse con su crisis, toda vez que los agentes económicos en los mercados financieros están diferenciando mejor a los países con problemas de aquellos que no lo están, lo que se refleja en la mejor evolución de los "spread" del resto de América Latina. Sin embargo, la aversión al riesgo ha reducido los flujos financieros hacia los países emergentes, durante el año 2001 y se proyecta que también para el 2002, con gran impacto sobre los países que presentan necesidades de financiamiento externo en el corto plazo.

e) En el mes de noviembre se aprobó el ingreso de China a la Organización Mundial del Comercio (OMC). Esta nación es el séptimo mayor exportador del mundo y su potencial de producción inconmesurable. La apertura de este gigante económico asiático puede ser capaz de beneficiar o perjudicar a muchos países e industrias, posee una población de 1.300 millones de personas, un 21% de la población mundial. Sin embargo, China para cumplir con los compromisos adquiridos debe hacer grandes reformas en su marco jurídico que podrían llevarle bastante tiempo, además deberá reducir los aranceles promedios de un 15% al 7% y eliminar otras trabas no arancelarias en bienes agrícolas, telecomunicaciones, industria automovilística, los seguros y abrir paulatinamente el sistema financiero al exterior.

Pero la entrada de China también prevé una gran expansión de la industria manufacturera, principalmente textiles y productos como juguetes, herramientas, y miles de otros bienes de consumo no duradero. También crecerá fuertemente la agricultura intensiva. Todo esto puede impactar fuertemente en las economías de los países latinoamericanos y asiáticos que viven de los mismos productos que el nuevo socio.

Las proyecciones del 2003 indican que la economía mundial consolidará la recuperación económica al alcanzar una tasa de crecimiento cercana al 4,0%, donde destacan los países asiáticos, América Latina y los Estados Unidos.

párrafo previo, la reducción en las tasas nominales de los Fondos Federales no parece haber tenido un efecto importante sobre las tasas de interés reales las cuales, al final de cuentas, determinan los cambios en las decisiones de gasto de los agentes económicos. Por el otro, algunos analistas consideran el programa de reducción de impuestos insuficiente para lograr un efecto importante sobre los niveles de gasto, pues beneficiaría principalmente a los grupos de más altos ingresos.

Estas expectativas poco optimistas se reflejan en el comportamiento del Índice de Confianza del Consumidor, el cual cayó por quinto mes consecutivo en noviembre. No obstante, algunos analistas consideran que, dadas las señales mostradas por el comportamiento de los mercados accionarios, podría esperarse una recuperación de la economía de los EE.UU. alrededor de junio, 2002.

En el caso de Europa, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional¹⁹, la desaceleración de la economía parece estar relacionada con un debilitamiento en la demanda doméstica, producto de disminuciones en el ingreso real provocadas por los mayores precios del petróleo y los alimentos, las caídas en las cotizaciones de los valores en los mercados financieros y una disminución en el crecimiento del empleo. No obstante, a diferencia de los EE.UU. no ha habido un relajamiento significativo en el tono de la política económica para promover la recuperación. Lo anterior muy probablemente ocurre por la tendencia creciente de la inflación en la zona del euro en los últimos dos años.

La situación de Japón luce complicada. Su recuperación es poco probable en el mediano plazo sin una reestructuración de la banca y

¹⁹ World Economic Outlook, octubre del 2001.

las empresas. Algunos economistas han recomendado una depreciación importante del yen con el fin de llevar la inflación a niveles del 1-2%. No obstante, una medida de este tipo podría agravar aún más los problemas de otras economías asiáticas y la de EE.UU.

En el contexto latinoamericano, destaca la situación de Argentina. La tercera economía de América Latina enfrenta una recesión desde 1998 como resultado de la salida de capitales y la pérdida de competitividad relativa, resultado de la devaluación de las monedas de sus principales socios comerciales (especialmente Brasil). El reciente abandono de la caja de conversión y la cesación de pagos sobre los \$135 mil millones de deuda pública externa, podría implicar mayores dificultades de acceso a los mercados internacionales de capital por parte de las economías emergentes.

El premio por riesgo-país de los bonos argentinos sobre los bonos del Tesoro de los EE.UU. actualmente alcanza 40 puntos porcentuales. Si bien la tendencia en las clasificaciones de riesgo internacionales es a considerar el riesgo de países individuales y no de regiones particulares, un repudio de la deuda por parte del gobierno argentino podría afectar el costo del financiamiento externo para el Gobierno costarricense y para el Banco Central, sobre todo durante el año 2002.

El 2001 no ha sido un buen año para las economías centroamericanas pues se han visto afectadas por los terremotos que devastaron gran parte de la infraestructura de El Salvador, la sequía que impactó el sector agrícola principalmente de Honduras, El Salvador y Nicaragua y, a finales del mes de octubre, los efectos del Huracán Michelle que causó destrucción en plantaciones agrícolas de Nicaragua y Honduras. Aunado a lo anterior, los bajos precios de los principales productos de exportación de la región, disminuyeron los ingresos de divisas por exportaciones. Las

cifras preliminares, para el 2001 sugieren un crecimiento económico de toda la Región cercano al 1,4% y de 3,0% para el 2002.

En síntesis, la economía costarricense en el 2002, deberá enfrentar precios relativamente bajos para los principales productos agrícolas, estancamiento en las ventas externas de alta tecnología, menor demanda por servicios de turismo y poca actividad económica para el resto de economías centroamericanas. La tasa de crecimiento ponderada de los 19 principales socios comerciales de Costa Rica para el 2002 sería de 1,5%, apenas superior en 0,1 puntos porcentuales a la del año anterior.

Condicionantes domésticos

Situación de las finanzas públicas en el 2002. Tal como se mencionó en el Informe de Inflación del mes de junio pasado, la situación de las finanzas públicas de nuevo constituye el principal condicionante doméstico de las proyecciones de la tasa de inflación para los próximos dos años. Para el 2002 se estima un deterioro en el resultado financiero del sector público combinado en relación con el cierre del 2001 (ver Capítulo III).

El principal efecto sobre los precios internos estaría determinado por las mayores necesidades de financiamiento del sector público durante el 2002, lo cual implicará una mayor colocación de deuda (ya sea interna o externa). En el tanto dichas necesidades excedan las posibilidades de colocar deuda adicional, el faltante se financiaría con el impuesto de inflación, por cuanto el alza en las tasas de interés presionaría a un mayor ajuste en la tasa de devaluación, el cual podría, a corto plazo, ocasionar un incremento en los precios. Asimismo, dado los elevados niveles de endeudamiento de las empresas, el aumento de las tasas de interés podría ocasionar un ajuste de precios para compensar los mayores pagos de intereses por parte de dichas empresas.

Dado el difícil entorno internacional previsto para el año entrante, sobre todo en relación con la colocación de deuda en los mercados financieros internacionales ante una eventual declaración de moratoria por parte de Argentina, podría dificultarse la reciente estrategia del Gobierno Central de intercambiar deuda interna por externa. El Gobierno tiene prevista una colocación de EUA\$250 millones para el 2002, la cual, probablemente, se coloque a tasas mayores que en los años previos.

Reducción de los grados de libertad de la política monetaria y cambiaria. Estrechamente relacionado con el punto anterior y tal como se mencionó en el Capítulo IV del presente informe, para el próximo año el Banco Central verá reducido aún más sus grados de libertad para el diseño e implementación de la política monetaria y cambiaria (Véase Recuadro 1)²⁰.

A los condicionantes ya mencionados relacionados con el fuerte proceso de dolarización de la cartera crediticia y los riesgos concomitantes de devaluación por parte del Banco Central, debe agregarse la probable mayor participación del Gobierno Central en el mercado financiero local en busca de recursos para financiar su mayor déficit. Lo anterior podría traducirse en niveles de tasas de interés mayores a los establecidos en el programa monetario para tratar de cumplir con los objetivos de inflación.

²⁰Debe recordarse además que en el contexto de una economía pequeña y abierta con un régimen cambiario de mini devaluaciones y una cuenta de capital abierta, el Banco Central tiene pocos grados de libertad para formular e implementar su política monetaria.