



Banco Central de Costa Rica

Informe de Inflación

Agosto 2007

El Informe de Inflación se basó en el trabajo de la División Económica del Banco Central de Costa Rica. Fue conocido por el Presidente, el 15 de agosto del 2007.

ADVERTENCIA

La redacción de este informe se realizó con las cifras disponibles a julio, 2007 y están sujetas a revisiones

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

http://www.bccr.fi.cr/ndie/informe_inflacion.htm

Para comentarios o consultas, diríjase a:

mayorgamm@bccr.fi.cr

solanoci@bccr.fi.cr

mongeao@bccr.fi.cr

Tabla de Contenido

<i>Presentación</i>	6
<i>Resumen del Informe 1</i>	7
1. <i>Evolución reciente de la economía internacional</i>	7
2. <i>Evolución reciente de la economía</i>	8
3. <i>Proyecciones y Balance de Riesgos</i>	11
<i>Evolución Reciente de la Economía Internacional 2</i>	13
1. <i>Estados Unidos de América</i>	15
2. <i>Zona Euro</i>	17
3. <i>Asia</i>	17
4. <i>América Latina</i>	19
<i>Evolución Reciente de la Economía 3</i>	20
1. <i>Evolución de la inflación durante los primeros siete meses del 2007</i>	20
2. <i>Resultados de las Encuestas Trimestral y Mensual sobre expectativas de inflación</i>	23
3. <i>Tasas de interés, tipo de cambio y mercado monetario</i>	24
4. <i>Operaciones con el resto del mundo</i>	33
5. <i>Desempeño financiero del sector público</i>	40
6. <i>Producción y demanda agregada</i>	41
<i>La Política Monetaria en la Transición hacia un Esquema de Metas de Inflación 4</i>	46
1. <i>La transición desde los agregados monetarios hacia la tasa de interés como variable intermedia de la política monetaria</i>	47
2. <i>Operaciones de Mercado Abierto (OMA) para defender la tasa de política monetaria (TPM)</i>	49
3. <i>Revisión y mejora de los instrumentos de política monetaria en poder del Banco Central de Costa Rica</i>	50
4. <i>Eliminar las fuentes estructurales de creación de liquidez en la economía</i>	52
5. <i>Consolidar el nivel de credibilidad del Banco Central de Costa Rica</i>	59
<i>La Gestión de la Liquidez Dentro de un Esquema de Metas de Inflación: Algunas Consideraciones para el Caso de Costa Rica 5</i>	61
1. <i>Gestión de la liquidez en países con metas explícitas de inflación</i>	61
2. <i>Esquema de intervención del BCCR en el Mercado Interbancario</i>	64
3. <i>Acciones por realizar para ejecutar un adecuado esquema de intervención</i>	66
<i>Proyecciones y Balance de Riesgos 6</i>	69
1. <i>Proyecciones Combinadas para Diciembre del 2007 y 2008</i>	69
2. <i>Balance de Riesgos</i>	70
<i>Índice Histórico de Recuadros del Informe de Inflación</i>	73

Índice de Recuadros

<i>Recuadro 1</i>	<i>27</i>
<i>Naturaleza de la entradas de capital en Costa Rica</i>	
<i>Recuadro 2</i>	<i>35</i>
<i>Desdolarización financiera en el periodo 2006-2007</i>	
<i>Recuadro 3</i>	<i>38</i>
<i>Indicadores de nivel adecuado de reservas monetarias</i>	
<i>Recuadro 4</i>	<i>56</i>
<i>El acuerdo de capitalización parcial del Banco Central de Costa Rica de abril del 2007</i>	

Presentación

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) presenta el Informe de Inflación correspondiente al segundo semestre del 2007. En esta oportunidad, el informe aborda como tema principal los cambios operativos que es necesario efectuar en la política monetaria como parte de la migración hacia un esquema monetario de Metas de Inflación.

En algunos otros informes se trataron los aspectos teóricos y conceptuales alrededor del tema del cambio de esquema de política monetaria así como de las precondiciones que era deseable alcanzar para una exitosa implementación del nuevo régimen.

En esta ocasión se considera relevante incluir, dentro de la discusión de este proceso de migración, algunos elementos de naturaleza más operativa de la política monetaria en su transición hacia un esquema de Metas de Inflación. Tal y como se mencionó en el informe correspondiente al primer semestre de este año, el Banco Central ha adoptado una serie de medidas de política económica encaminadas a facilitar este proceso de transición como son la modificación del régimen cambiario, la escogencia de la tasa de interés de la facilidad de depósito a un día plazo como tasa de referencia de la política monetaria, el desarrollo de un instrumental de modelación macroeconómica, de pronóstico de la inflación y de métodos para la recolección de datos acerca de las expectativas de inflación, así como la profundización en el estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Dentro de la agenda de trabajo para esta transición es necesario, por un lado, consolidar algunas de las reformas antes mencionadas y, por otro lado, desarrollar nuevos instrumentos de seguimiento y control de la política monetaria con el fin de aumentar la probabilidad de alcanzar la meta de inflación bajo el nuevo esquema.

Estos esfuerzos por explicar los procedimientos y planes de trabajo de esta Institución para avanzar en la adopción de este nuevo esquema de política monetaria, constituyen un paso más en procura de consolidar un adecuado proceso de transparencia y comunicación con el público, lo que a su vez constituye una característica fundamental del nuevo régimen.

**Francisco de Paula Gutiérrez G.
Presidente**

1. Evolución reciente de la economía internacional

Evolución del PIB e Inflación de los Principales Socios Comerciales de Costa Rica variaciones en porcentajes								
	Crecimiento del PIB				Inflación (IPC)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Estados Unidos	3,2	3,3	2,2	2,8	3,4	3,2	1,9	2,5
Socios Europeos	1,4	2,8	2,4	2,3	1,9	2,1	2,0	1,9
Centroamérica	3,4	4,4	4,3	4,1	7,6	6,4	5,6	5,2
América	4,9	6,2	4,5	4,0	5,9	4,6	5,7	6,1
Japón	1,9	2,2	2,3	1,9	-0,6	0,2	0,3	0,8
Total Socios	3,0	3,7	2,9	3,0	3,7	3,5	2,9	3,2
Total Mundial	4,9	5,4	4,9	4,9	3,7	3,7	3,5	3,4

Fuente: Fondo Monetario Internacional WEO, Abril 2007.

En el primer semestre del 2007 la economía mundial mostró en términos generales menores presiones inflacionarias y tasas de crecimiento económico respecto al año anterior. La preocupación sobre la evolución de la inflación por parte de las autoridades de otras latitudes quedó en evidencia en algunos casos, por el envío de mensajes claros indicando que el control de los precios es prioritario para los conductores de la política macroeconómica, en otros casos, por las alzas en la tasa de interés de política y en otros por incrementos en requerimientos de encaje.

El principal elemento dinamizador de la mayor presión inflacionaria mundial lo constituyó el incremento en el precio del petróleo y sus derivados, registrado durante el primer semestre de 2007. En adición a lo anterior, los precios internacionales de los granos, como el maíz, la soya y el trigo aumentaron en los últimos meses. La mayor demanda mundial de esos productos obedece al empleo de los mismos en la fabricación de bio-combustibles, como energía alternativa al petróleo.

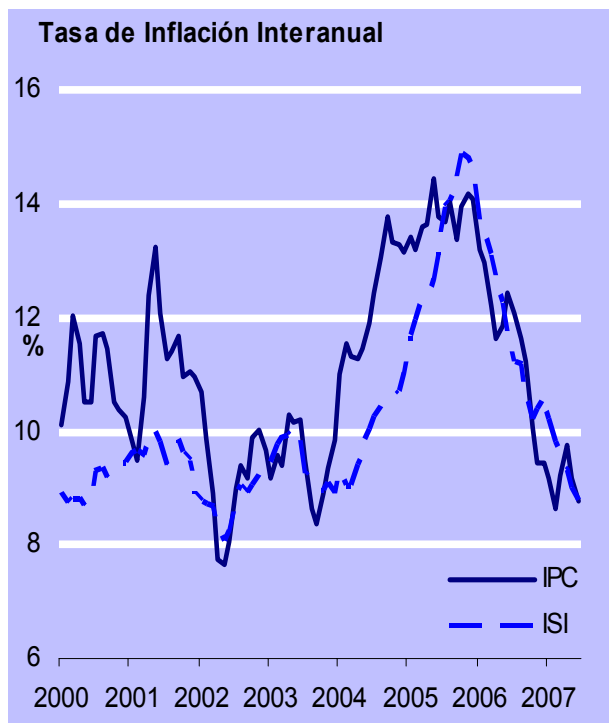
A pesar del debilitamiento de la actividad económica en los Estados Unidos de América¹, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal no varió, en su última reunión², la tasa de interés de los fondos federales, (5,25%). Ello puso en evidencia que a la FED, en el corto plazo, le está preocupando más la tendencia creciente de los precios, que el debilitamiento de la producción y la generación de empleo. La inflación interanual promedio en los cinco primeros meses del año fue del 2,5%, inferior en

¹ En el primer trimestre de 2007 el Producto Interno Bruto (PIB) de EEUU creció a un ritmo anual del 1,3%, el nivel más bajo de los últimos cuatro años.

² Efectuada el 7 de agosto del 2007.

poco más de un punto porcentual a la observada en igual lapso de 2006 (3,7%).

Finalmente, se prevé que las condiciones de abundante liquidez mundial se mantengan por el resto del año sobre todo en función de que no se espera correcciones fuertes en las tasas de interés en las principales zonas de influencia mundial (Estados Unidos, Europa y Japón).



2. Evolución reciente de la economía

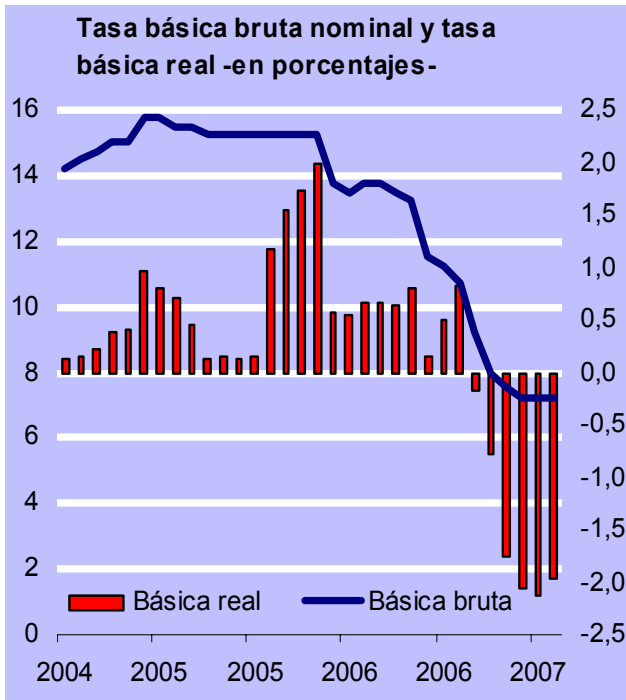
El crecimiento acumulado del Índice de Precios al Consumidor (IPC) al mes de julio del 2007 fue de 5,67% y es menor al observado en igual período de años previos.

Con base en la evolución del IPC no se evidencia claramente si se alcanzará la meta de inflación del 8% para el presente año.

No obstante, el ISI que es un indicador que representa la tendencia de crecimiento de los precios aislando los componentes más volátiles del índice general, acumuló un incremento de 3,8%, el más bajo observado desde 1996. En términos anualizados el crecimiento de este indicador se ubicaría por debajo del 7%, un punto porcentual por debajo de la meta.

La Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas correspondiente al II trimestre del 2007, señaló un aumento en las expectativas de inflación al mostrar un valor medio esperado de 8,9% con lo cual se revirtió su comportamiento descendente iniciado en el segundo trimestre del 2006. Al III trimestre del presente año las expectativas de inflación muestran un valor similar (8,8%).

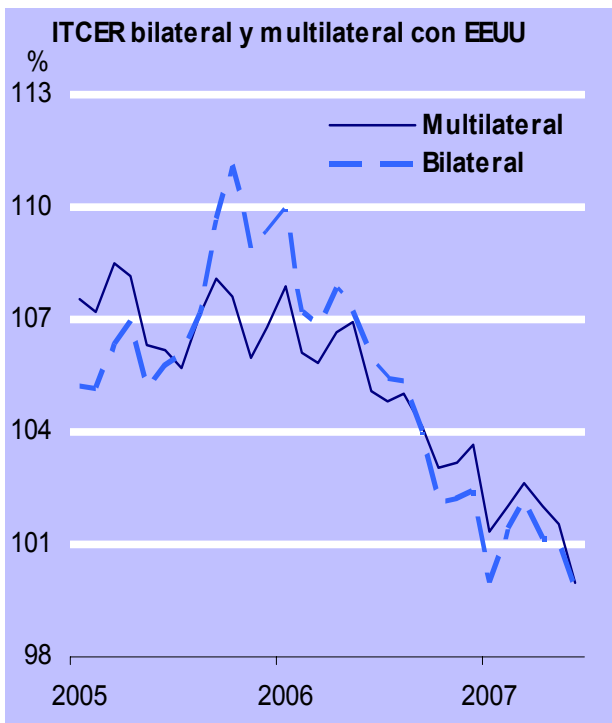
Por su parte, el Índice de Confianza para la Inversión según los Analistas Económicos (ICAE) mostró un leve descenso a 77,7 en la encuesta más reciente correspondiente al III trimestre del año (12 julio al 10 de agosto), luego de haber mostrado hasta el II trimestre del



año una tendencia al alza en su valor desde finales del año 2005.

En promedio las tasas pasivas de la banca bajaron en casi cuatro puntos porcentuales (p.p.) en el I semestre del año; particularmente la tasa media a seis meses plazo alcanzó un 6,6% (neta), por debajo de la expectativa media de inflación resultante a lo largo del semestre (8,8%). Por su parte, en este período la tasa activa promedio en colones presentó una disminución generalizada en el costo del crédito para los diferentes destinos en torno a los cuatro p.p.

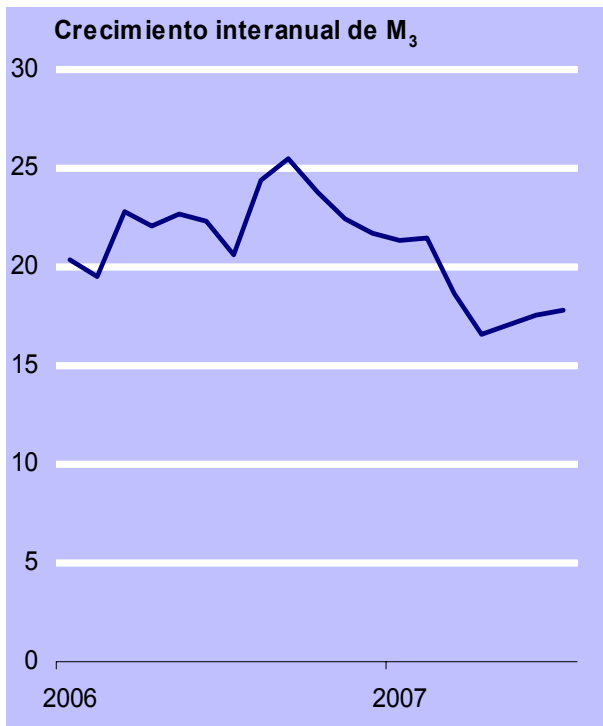
Durante los primeros siete meses del año el colón se devaluó un 0,3% con respecto al dólar estadounidense, al pasar de ¢517,1 por dólar en diciembre del 2006 a ¢518,7 por dólar en junio del 2007³. En términos reales, el índice de tipo de cambio multilateral reflejó una apreciación del colón de 3,5% durante el primer semestre, debido a que la devaluación antes indicada unida a la apreciación de las monedas de los socios comerciales (0,45%) fue insuficiente para compensar el diferencial inflacionario (4,2%).



A lo largo de esta primera parte del año el mercado global de cambios mostró un balance superavitario. En este contexto, las compras netas en el mercado mayorista en defensa del límite inferior de la banda alcanzaron EUA\$714,7 millones y, propiciaron que el tipo de cambio del dólar permaneciera anclado en el piso de la banda predefinida a finales de enero del 2007.

Al mes de julio del 2007 la liquidez total (M3) creció a una tasa anual de 17,5%, variación determinada, principalmente, por el componente más líquido en colones, toda vez que las obligaciones en moneda extranjera y a plazo en moneda local mostraron un menor dinamismo.

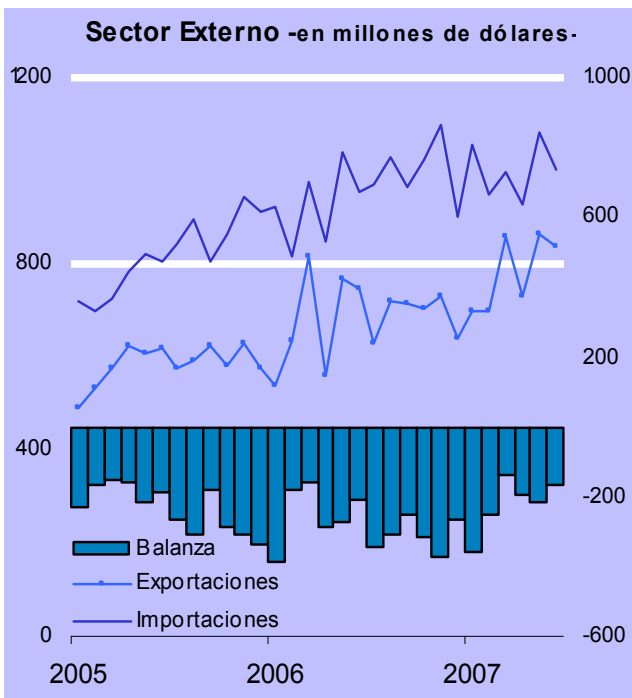
³ Promedio mensual del tipo de cambio compra-venta.



De las contrapartidas del M3 destacó la expansión del crédito al sector privado, el cual mostró al mes de julio del 2007 un incremento anual de 32,4%; este efecto fue parcialmente compensado por la disminución en el financiamiento concedido al sector público, por lo que el crédito total del SBN creció alrededor del 19,4%.

Para el primer semestre del 2007 se prevé que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos alcance un 1,6% del PIB, superior en 0,5 p.p. al observado en igual lapso del año previo. A pesar de ello, el país contó con los recursos externos suficientes para financiarlo y acumular activos externos netos por EUA\$620 millones.

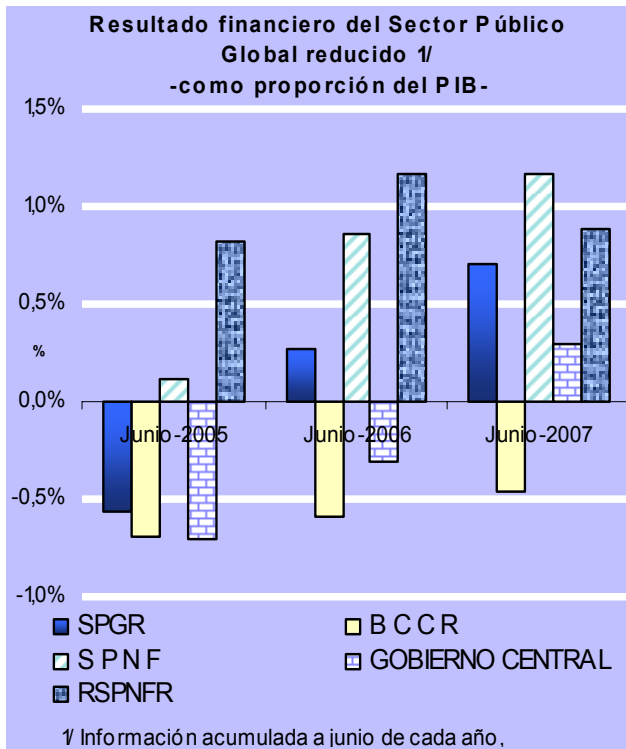
La situación observada en esta primera parte del año y el comportamiento previsto para la demanda agregada llevó a revisar al alza la proyección del déficit en cuenta corriente que en términos del PIB pasaría de un 5% en el 2006 a 5,2% en el 2007 (la proyección realizada en enero del 2007 fue de 5%).



De acuerdo con información preliminar base reconocido, al cierre del primer semestre del 2007 el Sector Público Global Reducido (SPGR)⁴ presentó un superávit en su resultado financiero, que como proporción del PIB alcanzó un 0,7% (0,3% en igual lapso del 2006). Lo anterior está explicado por la mejora en las finanzas tanto del Gobierno Central como del Banco Central, que permitió compensar el menor superávit del resto de las instituciones públicas.

La producción medida por la tendencia ciclo del Indicador Mensual de la Actividad Económica mostró una variación media anual de 7,0% en el primer semestre del 2007, respecto a igual lapso del año precedente, tasa que ha venido desacelerándose desde mediados del 2006, pero que aún es alta si se le compara con el

⁴ Incluye a BCCR y al Sector Público no Financiero Reducido (SPNFR), compuesto por el Gobierno Central y una muestra de 6 instituciones del sector público (CCSS, RECOPE, CNP, ICAA, ICE y JPSSJ).



crecimiento potencial, estimado en 4,5%. En este período las industrias que más aportaron al crecimiento económico fueron la manufacturera, transportes, almacenamiento y comunicaciones, agropecuaria, construcción (principalmente por el impulso de las nuevas edificaciones privadas), intermediación financiera y comercio, que en conjunto explicaron cerca del 90% de ese crecimiento.

3. Proyecciones y Balance de Riesgos

3.1 Proyecciones combinadas para diciembre 2007 y 2008

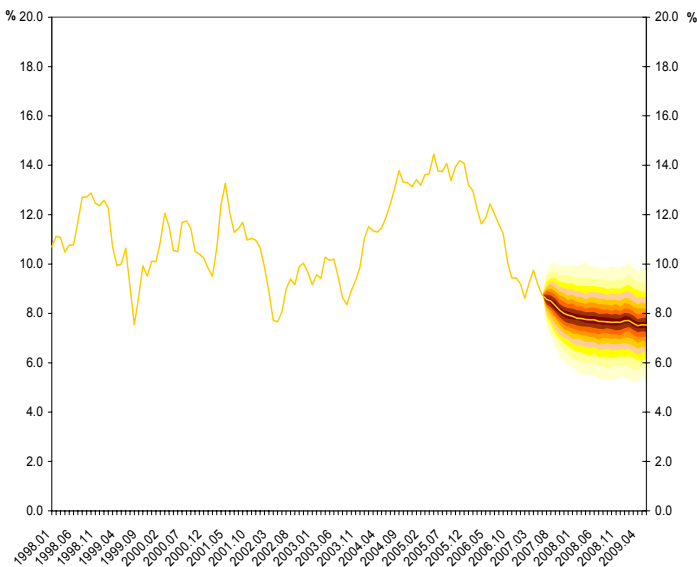
La proyección media de la combinación de proyecciones de inflación indica que el crecimiento de los precios internos sería de 7,9% en el 2007, y 7,6% en el 2008 (ver cuadro adjunto)⁵.

Los supuestos relevantes bajo los cuales descansan dichas proyecciones son los siguientes:

- i) La tasa de interés mundial⁶ se estima en 4,6% durante el horizonte de proyección.
- ii) El precio promedio del barril del petróleo⁷ se estimó en \$69 para el 2007 y 2008.

El Banco Central considera que debe mantener el objetivo inflacionario en los mismos términos planteados a inicios del 2007, es decir, un 8% para el 2007 y 6% para el siguiente año, por cuanto la inflación de mediano y largo (ISI) muestra un comportamiento acorde con este objetivo y el desvío observado en el IPC responde a choques de oferta externos difíciles

Figura 1 : Combinación de Proyecciones de Inflación -tasas interanuales-



⁵ Las últimas proyecciones de realizaron con información observada a junio, 2007.

⁶ Se toma como referencia la tasa de las Letras del Tesoro de los Estados Unidos a 90 días.

⁷ El precio medio por barril de petróleo corresponde al Brent, que es uno de los petróleos crudos más importantes y su precio en el mercado internacional, debido a factores de calidad, es inferior al del West Texas Intermediate (WTI); sin embargo, los precios de ambos crudos muestran cambios porcentuales en el tiempo muy similares.

de neutralizar con acciones de política. Por tanto, considera recomendable mantener el curso de acción de las políticas monetaria y cambiaria aplicadas hasta la fecha.

Evolución Reciente de la Economía Internacional 2

En el primer semestre del 2007 la economía mundial mostró en términos generales menores presiones inflacionarias y tasas de crecimiento económico respecto al año anterior. La preocupación sobre la evolución de la inflación por parte de las autoridades de otras latitudes quedó en evidencia en algunos casos, por el envío de mensajes claros indicando que el control de los precios es prioritario para los conductores de la política macroeconómica, en otros casos, por las alzas en la tasa de interés de política y en otros por incrementos en requerimientos de encaje.

El principal elemento dinamizador de las presiones inflacionarias aún existentes a nivel mundial, lo constituyó el incremento en el precio del petróleo y sus derivados, registrado durante el primer semestre de 2007. En adición a lo anterior, los precios internacionales de los granos, como el maíz, la soya y el trigo aumentaron en los últimos meses. La mayor demanda mundial de esos productos obedece al empleo de estos mismos en la fabricación de bio-combustibles, como energía alternativa al petróleo.

A pesar del debilitamiento de la actividad económica en los Estados Unidos de América⁸, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal no varió, en su última reunión⁹, la tasa de interés de los fondos federales, (5,25%). Ello puso en evidencia que al Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, en el corto plazo, le está preocupando más la tendencia creciente de los precios, que el debilitamiento de la producción y la generación de empleo. La inflación interanual promedio en los cinco primeros meses del año fue del 2,5%, inferior en poco más de un punto porcentual a la observada en igual lapso de 2006 (3,7%).

Evolución del PIB e Inflación de los Principales Socios Comerciales de Costa Rica variaciones en porcentajes								
	Crecimiento del PIB				Inflación (IPC)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Estados Unidos	3,2	3,3	2,2	2,8	3,4	3,2	1,9	2,5
Socios Europeos	1,4	2,8	2,4	2,3	1,9	2,1	2,0	1,9
Centroamérica	3,4	4,4	4,3	4,1	7,6	6,4	5,6	5,2
América	4,9	6,2	4,5	4,0	5,9	4,6	5,7	6,1
Japón	1,9	2,2	2,3	1,9	-0,6	0,2	0,3	0,8
Total Socios	3,0	3,7	2,9	3,0	3,7	3,5	2,9	3,2
Total Mundial	4,9	5,4	4,9	4,9	3,7	3,7	3,5	3,4

Fuente: Fondo Monetario Internacional WEO, Abril 2007.

⁸ En el primer trimestre de 2007 el Producto Interno Bruto (PIB) de EEUU creció a un ritmo anual del 1,3%, el nivel más bajo de los últimos cuatro años.

⁹ Realizada el 7 de agosto del 2007.

La Zona del Euro también ha sido afectada por los altos precios del petróleo y la posible generación de presiones inflacionarias por esa causa. En efecto, el Banco Central Europeo (BCE) a partir del 8 de junio del año en curso, aumentó en un cuarto de punto porcentual la tasa de política para ubicarla en 4 %. Ello a pesar de que la inflación anual a mayo se ubicó en 1,9%, tasa que se ha mantenido desde finales del año anterior y que se ubica por debajo de la meta establecida por el BCE (2%) y a una desaceleración del PIB del primer trimestre (3,0%) con respecto al último cuatrimestre del 2006 (3,3%).

Las autoridades económicas de China aplicaron una política monetaria más restrictiva en la primera parte del año. Para evitar que la fuerte liquidez del sistema bancario propicie excesos de demanda y de inversión, el Banco Central incrementó en medio punto porcentual los requerimientos de reserva que deben de mantener los bancos en el banco central¹⁰, a partir de la segunda quincena de mayo. En ese mes la inflación anual se aceleró a 3,4% desde 3,0% en abril, tasa mayor al límite superior de la zona de tolerancia del banco central, que desea mantener la inflación por debajo del 3% para el 2007.

A manera de síntesis y en función del efecto sobre la evolución de la economía costarricense, se puede decir que el principal elemento a destacar del entorno internacional es la incertidumbre sobre la evolución futura de la economía de los Estados Unidos de América, lo que podría ocasionar una menor demanda por exportaciones así como introducir una mayor volatilidad sobre el comportamiento de la economía más grande del mundo.

¹⁰ Previo al 15 de mayo, el porcentaje de requerimiento de reservas se ubicaba en 10,5 por ciento.

El segundo elemento a destacar por su posible impacto sobre la economía costarricense, es el riesgo de incrementos significativos en el precio del petróleo como consecuencia de un agravamiento de los conflictos de naturaleza geopolítica así como de una deficiencia de la capacidad instalada de la industria de refinación en comparación con la mayor demanda mundial del producto.

Finalmente, se prevé que las condiciones de abundante liquidez mundial se mantengan por el resto del año sobre todo en función de que no se espera correcciones fuertes en las tasas de interés en las principales zonas de influencia mundial. Excepción de lo anterior, es la economía de los Estados Unidos de América en donde recientemente se ha generado cierto nivel de incertidumbre acerca del curso futuro de las tasas de interés, en el tanto la crisis de los mercados hipotecarios se traslade al sector real de la economía, lo cual ameritaría una disminución de las tasas de interés provocando un cambio en el énfasis de la estrategia de la Reserva Federal en la cual hasta ahora le ha asignado una mayor prioridad al control inflacionario.

A continuación se abordará, por separado, la evolución de cada una de las principales zonas de influencia de nuestra economía.

1. Estados Unidos de América

La economía norteamericana continúa experimentando un nivel moderado de crecimiento económico en comparación con la tasa de crecimiento observada en el 2006, la cual fue fundamentalmente impulsada por el gasto en consumo personal. El sector inmobiliario se ha constituido en una fuente importante de incertidumbre para la evolución global de la economía. Dicho sector se ha caracterizado por un fuerte deterioro en las ventas de viviendas y sus precios, lo cual también se ha visto reforzado por dificultades en

los mercados de créditos hipotecarios de alto riesgo, en los cuales se ha observado un incremento en la tasa de morosidad, así como la aparición de problemas financieros en algunas compañías prestamistas.

El temor fundamental es que se produzca un efecto contagio desde estas empresas hacia otras de mayor calificación que provoque una caída aún mayor en el precio de las viviendas y que se acentúe la crisis en este sector.

Una mayor caída en el precio de las viviendas generaría un efecto riqueza negativo en el consumo, situación que parece corroborarse al observarse también un deterioro en las expectativas de los consumidores, lo cual hace predecir disminuciones adicionales en el gasto de consumo personal con sus consecuentes efectos sobre el nivel de actividad económica.

Por su parte, a pesar de este debilitamiento de la actividad económica en los Estados Unidos de América, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal no varió, en su última reunión, la tasa de interés de los fondos federales (5,25%). Ello puso en evidencia que a la Reserva Federal, en el corto plazo, le preocupa más la tendencia creciente de los precios que el debilitamiento de la producción y la generación de empleo. Sin embargo, este énfasis podría variar en el corto plazo en el tanto los efectos de la crisis en el sector inmobiliario se trasladan al sector real de la economía.

En efecto, dada la incertidumbre proveniente de factores geopolíticos con su consecuente impacto en la evolución del precio internacional del petróleo, la inflación podría incrementarse en el corto plazo y resultar un poco mayor a la originalmente esperada. En los últimos meses la inflación minorista ha fluctuado en torno al 2,1% y además la Reserva Federal considera que si bien es cierto las presiones inflacionarias podrían moderarse en el tiempo, el elevado nivel de utilización de los recursos productivos podría

tener un efecto potencial de mantenerlas durante un mayor período en el tiempo y de ahí su inclinación a mantener inalterada su tasa de política en espera de la evolución de los indicadores de presiones inflacionarias en la economía.

2. Zona Euro

Durante el primer semestre del 2007 la zona del Euro, si bien ha mostrado una relativa desaceleración en el nivel de la actividad económica en relación con los niveles observados en el año precedente, todavía mantiene un adecuado ritmo de crecimiento previéndose que alcance una tasa de 2,4% comparada con un 2,8% en el 2006.

Aunque la inflación esperada se encuentra bajo control, las economías europeas también han sido afectadas por los altos precios del petróleo y la posible generación de presiones inflacionarias por esa causa.

En función de lo anterior, el Banco Central Europeo (BCE) a partir del 8 de junio del año en curso, aumentó en un cuarto de punto porcentual la tasa de política hasta ubicarla en un 4%. Ello a pesar de que la inflación anual al mes de mayo se ubicó en un 1,9%, tasa que se ha mantenido desde finales del año anterior y que se ubica por debajo de la meta establecida por el BCE (2%).

3. Asia

La economía japonesa continúa mostrando en el 2007 un incipiente repunte en el nivel de actividad económica situación que ha estado presente desde el 2005. Se estima que la actividad económica se expanda a una tasa del 2,3% en el 2007 comparada con un 2,2% del 2006. Este sostenido proceso de recuperación se ha sustentado tanto en un mayor nivel de gasto interno como en una mayor demanda por exportaciones.

Las proyecciones para la economía japonesa indican que la inversión continuará su fuerte ritmo de crecimiento así como también el consumo privado y las exportaciones, aunque en este último caso podrían afectarse por una posible desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América en un nivel mayor al originalmente previsto.

En lo que respecta a la inflación se espera que esta alcance un 0,3% en el 2007 muy cercana todavía a los valores deflacionarios de años precedentes, por lo que no se espera en el corto plazo modificaciones en la tasa de interés luego de la modificación efectuada hacia el alza en el mes de febrero pasado y ubicarla en el nivel de un 0,50%.

Por su parte, las mayores economías emergentes de la región (China e India) continuarán mostrando fuertes procesos de crecimiento económico cuyo valor promedio rondará el 7,5% en el 2007.

En el caso de China destacan los infructuosos esfuerzos del Gobierno por tratar de desacelerar la economía, los cuales no han podido contener el alto ritmo de crecimiento de las ventas minoristas sustentado en un robusto consumo interno. Lo anterior es reforzado con el elevado superávit comercial, el cual continúa inyectando liquidez a la economía fortaleciendo los riesgos de una aceleración de la tasa de inflación.

En un esfuerzo por tratar de contener estas presiones el Banco Popular de China decidió incrementar su tasa de política, la cual se ubica en el máximo para los últimos años (6,40%). Al mismo tiempo, se espera que podría establecer mayores restricciones a la expansión crediticia por medio de un aumento en los requisitos de reservas de la banca comercial. Las proyecciones indican que la tasa de inflación en la economía china se ubique en torno al 2,5% en el 2007.

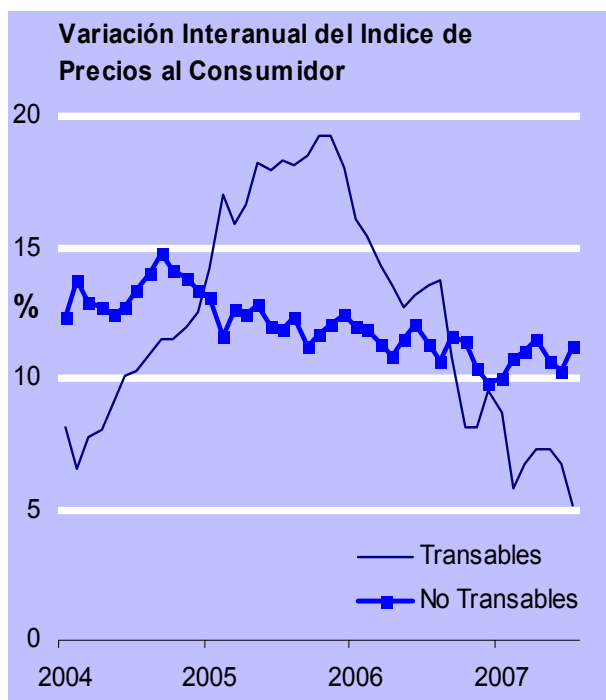
4. América Latina

La región latinoamericana continúa mostrando una robusta tendencia al crecimiento económico, lo cual se evidencia en tasas de crecimiento promedio superiores al 4% por cuarto año consecutivo, así como una estimación de que dicha tendencia se mantendrá en el año 2008.

Esta situación favorable se ha fundamentado en una fuerte demanda mundial por materias primas, de modo que la situación mundial de elevada liquidez ha provocado significativos montos de inversión extranjera directa que se están reflejando cada vez más en el esfuerzo productivo. Sin embargo, las perspectivas para la región plantean algunos riesgos como un probable debilitamiento de la demanda mundial de materias primas o un descenso de sus precios, lo cual podría tener un impacto negativo en el desempeño de la región.

En lo que respecta a la inflación, América Latina en promedio muestra tasas relativamente bajas alrededor del 5%.

1. Evolución de la inflación durante los primeros siete meses del 2007



El Programa Macroeconómico para el 2007 estableció como meta de inflación un 8% al término de ese año¹¹. La factibilidad de cumplimiento de dicho objetivo con base en el IPC está condicionada en el corto plazo a la evolución de factores sobre los cuales el Banco Central no tiene injerencia, tales como el comportamiento del precio internacional de petróleo y granos básicos. Sin embargo, al tomar como referencia el ISI, indicador que responde en mayor medida a las acciones de política, se estima posible alcanzar el objetivo planteado a inicios de año (8%).

En cuanto a la evolución del IPC, el crecimiento acumulado de esta variable a julio del 2007 fue de 5,67% y es menor al observado en igual período de años previos. Los principales factores que explican este resultado son:

i) Choques externos en el precio de algunas materias primas: las alzas en los precios internacionales de granos como el maíz, la soya y el trigo, por una parte, y de los hidrocarburos, por otra, los cuales explicaron cerca de un 50% del crecimiento del IPC. Esto fue particularmente evidente en el comportamiento de los grupos “alimentos y bebidas no alcohólicas” y “transportes”, destacando en el primero de ellos el precio de la carne, el pan y cereales. En tanto que en segundo grupo sobresalió lo ocurrido con el precio de los “combustibles”, particularmente de la gasolina.

¹¹ Dicha meta está referida tanto en términos de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) como del Índice Subyacente de Inflación (ISI).

De excluir el componente “combustibles” del IPC, el crecimiento acumulado de este indicador hubiera sido de 5,1%, lo que en términos anualizados representa un 8,9%.

ii) El ajuste en el precio de los bienes y servicios regulados: La variación acumulada de este componente del IPC a julio fue de 8,1%.

iii) La menor devaluación nominal del colón: contribuyó a disminuir el impacto de los choques externos. El índice de precios de los bienes y servicios transables creció en forma acumulada en un 3,8% durante los primeros siete meses del año, lo cual en términos anualizados es un 6,5%.

iv) No se descarta que existan presiones de demanda manifiestas en el componente no transable: sobre todo estudios realizados a lo interno del Banco Central sugieren que la demanda agregada se encuentra en un nivel superior al producto potencial y, además crece a una tasa superior a la de este indicador.

De lo anterior se desprende que con base en el IPC no se evidencia claramente si se alcanzará la meta de inflación del 8% para el presente año, dado que:

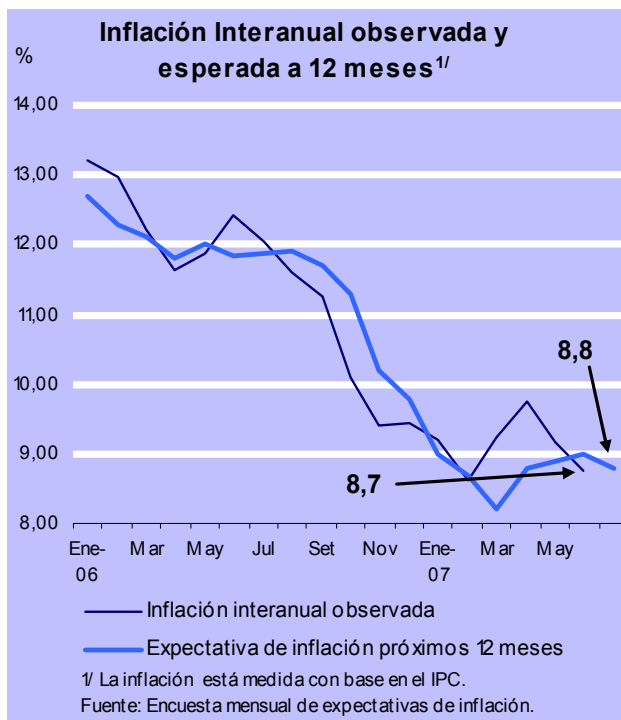
i) Si bien es cierto las tasas de variación interanual a julio del 2007 de los distintos indicadores muestran una clara desaceleración en el 2007, estos se ubican en torno al 9%, todavía por encima de la meta del 8% para el 2007.

ii) Con base en la evolución de la inflación acumulada a julio del 2007 en términos anualizados, se deduce que aquellos bienes y servicios cuyos precios puedan responder en mayor medida a la demanda interna muestran resistencia a bajar por debajo del 10%, en tanto que, los que

están ligados al tipo de cambio si denotan el efecto del menor ajuste cambiario. A continuación los principales elementos que sustentan tal afirmación:

- El ISI, indicador que representa la tendencia de crecimiento de los precios aislando los componentes más volátiles del índice general, acumuló un incremento de 3,8% al mes de julio, el más bajo observado desde 1996. En términos anualizados y partiendo del valor acumulado mencionado anteriormente, el crecimiento de este indicador se estima que se ubicaría por debajo del 7%, un punto porcentual por debajo de la meta.
- El componente no subyacente de la inflación, cuya participación en la ponderación del IPC es del 34%, acumuló un crecimiento del 9,2% a julio, con lo cual se estima que su variación anualizada rondaría el 16,3%.
- El índice de precios de bienes y servicios transables, que comprende aquellos afectados en forma directa por los precios internacionales y por el tipo de cambio, acumuló a junio un crecimiento de 3,8% (8,0% un año atrás), pues el alza ya comentada en el precio del crudo y granos básicos no fue reforzada por el comportamiento del precio de la divisa, como ocurría con los incrementos del tipo de cambio nominal en el pasado reciente. En términos anualizados dicha tasa es de 6,5%.
- Por su parte, la variación acumulada en el precio de los bienes y servicios no transables, cuya determinación se

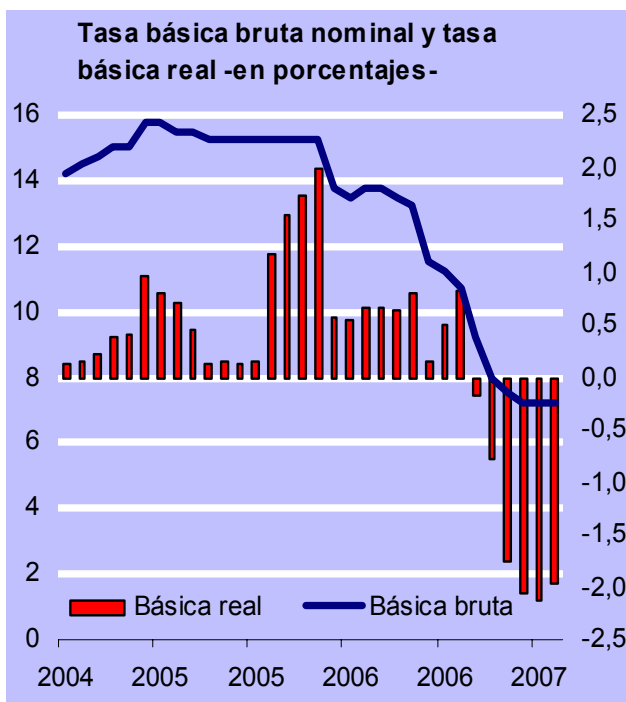
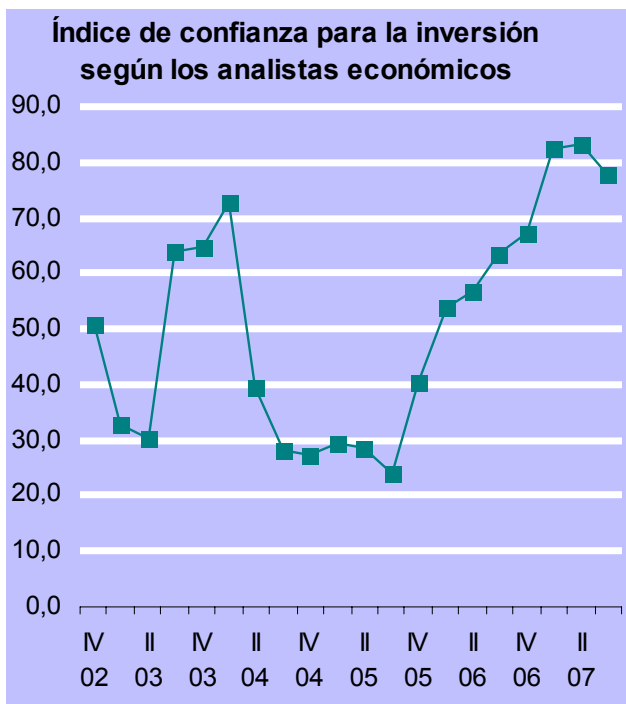
vincula factores de demanda interna, fue mayor que en el año previo (6,9% y 5,5%, respectivamente), lo cual sugiere algún tipo de presión por el lado de la demanda. En términos anualizados este componente del IPC estaría creciendo en torno al 12,0%. Esta situación también queda de manifiesto en la parte no transable del ISI, que de manera acumulada creció un 5,8% en los primeros siete meses del año.



Finalmente, es necesario tener presente que las expectativas inflacionarias, medidas por la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y de Variación en el Tipo de Cambio, se aceleraron a partir de marzo del 2007, probablemente en respuesta al mayor incremento observado en el IPC en los meses de marzo y abril, en tanto que, luego de la desaceleración en el crecimiento de los precios observada en mayo y junio últimos, los resultados de la encuesta realizada en el mes de agosto más bien apuntan a una menor inflación esperada (8,8%), aunque ésta todavía se ubica por encima del objetivo inflacionario. Lo anterior es un indicio de que el comportamiento reciente de la inflación es una variable determinante en la formulación de las expectativas por parte de los agentes económicos.

2. Resultados de las Encuestas Trimestral y Mensual sobre expectativas de inflación

La Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas correspondiente al II trimestre del 2007, señaló un aumento en las expectativas de inflación al mostrar un valor medio esperado de 8,9% con lo cual se revirtió su comportamiento descendente iniciado en el segundo trimestre del 2006. Al finalizar el primer semestre del año las expectativas de inflación muestran un valor similar (8,8%).



de política, los pronósticos de inflación respecto a la meta de inflación, de las expectativas inflacionarias y una estimación de la tasa de interés real “neutral” de la economía¹³. El Banco Central pretenderá, conforme se avance en la transición hacia el nuevo esquema, que las modificaciones en la tasa de interés de política busquen los siguientes objetivos:

- i) Que dicho cambio se traslade hacia el espectro de tasas de interés de la economía e incida sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos.
- ii) Enviar señales al mercado sobre la dirección de la política monetaria, las cuales por sí mismas indican que el costo de los recursos financieros ha de variar y por tanto se espera un impacto en el ahorro financiero. El efecto de los movimientos de las tasas de interés se transmite más rápidamente al comportamiento de los precios, vía las expectativas de los agentes económicos.

No obstante, el Banco Central reconoce que, en ausencia de flexibilidad cambiaria y con apertura de la cuenta de capitales, movimientos en la tasa de interés también pueden afectar los flujos de capital, sobre todo de corto plazo. Ello introduce inconsistencias desde el punto de vista de la política monetaria, pues incrementos en la tasa de interés de corto plazo con fines monetarios pueden traducirse en ingresos no esperados de capital, con el consecuente efecto expansivo sobre los medios de pago¹⁴.

¹³ En la literatura se ha definido como aquel nivel de tasa de interés real compatible con el pleno empleo o cierre de brechas de producto, que es equivalente a la tasa de interés real acorde con el equilibrio de precios flexibles en un modelo macroeconómico.

¹⁴ En forma directa o bien por medio del déficit del Banco Central en caso de que éste opte por neutralizar el efecto expansivo de los ingresos de capital.

De manera contraria, reducciones en la tasa de interés con el propósito de afectar los flujos de capital que responden a rendimientos financieros de corto plazo, pueden estimular el gasto interno y, en consecuencia, generar presiones excesivas sobre los precios internos o la posición externa del país. En el Recuadro 1 se aborda el tema de la naturaleza de las entradas de capital en Costa Rica.

A finales de enero del 2007, el Banco Central optó por bajar su tasa de interés de corto plazo con el fin de desincentivar la entrada de capital de corto plazo. Este ajuste se trasladó hacia el espectro de tasas para los instrumentos de captación del Banco Central y se estima incidió sobre la evolución a la baja de las tasas de interés activas y pasivas de la banca comercial. Durante los dos primeros meses del 2007 las tasas de interés pasivas registraron un comportamiento positivo en términos reales, sin embargo, dicha evolución se ha revertido durante los últimos meses observándose comportamientos reales negativos. Por su parte, las tasas activas reflejaron la disponibilidad de fondos prestables por parte de estas entidades y, en esa medida, son un factor que podría explicar la orientación del crédito hacia el financiamiento del gasto privado.

Las tasas pasivas promedio en colones de la banca bajaron en casi cuatro puntos porcentuales (p.p.) en el I semestre del año; particularmente la tasa media a seis meses plazo alcanzó un 6,6% (neta), por debajo de la expectativa media de inflación resultante a lo largo del semestre (8,8%). Por su parte, en este período la tasa activa promedio en colones presentó una disminución generalizada en el costo del crédito para los diferentes destinos en torno a los cuatro p.p..

Recuadro 1: Naturaleza de las entradas de capital en Costa Rica

La cuenta financiera de la balanza de pagos, en concordancia con la clasificación de la V Edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (FMI), está dividida en tres principales cuentas: la inversión directa, la inversión de cartera y la otra inversión. La inversión directa refleja el objetivo de parte de una empresa residente, de obtener una participación duradera o de largo plazo de otra empresa no residente.

Los flujos de inversión extranjera directa (IED) responden a consideraciones de carácter macroeconómico, político, disponibilidad de mano de obra calificada, mercados de destino estratégicos, entre otros factores; pero más importante aún es la creación de una estrategia activa e integrada por parte de los países que forme parte de un plan de desarrollo nacional¹⁵, la cual coadyuve a la captura de ahorro externo hacia actividades con mayor valor agregado doméstico.

En el rubro de inversión de cartera, se incluyen además de los títulos de participación en el capital y los títulos de deuda en la forma de bonos y pagarés, instrumentos del mercado monetario e instrumentos financieros derivados. En esta segunda categoría no se hace una distinción entre inversiones a largo y a corto plazo, aunque para efectos analíticos, se considera de corto plazo.

Por su parte, el rubro de otra inversión, incluye los créditos comerciales, préstamos, moneda y depósitos y un rubro de otros.

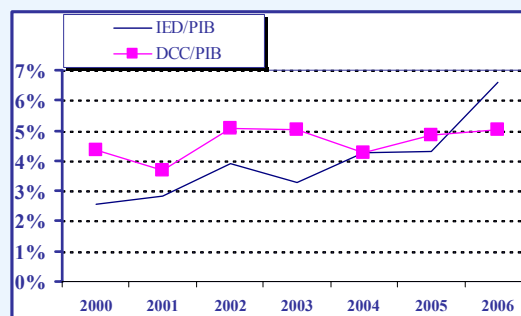
Es importante identificar, que en este concepto de “otra inversión” se contabilizan los movimientos de capital a corto y largo plazo, distintos a los de inversión directa y de cartera, pero que pueden estar asociados a créditos comerciales, préstamos o bien, ahorro financiero.

Esta clasificación del FMI facilita establecer la importancia los flujos de capital de mediano y largo plazo como lo es la inversión directa respecto a recursos de más corto plazo atraídos por el mayor nivel de tasas de interés. En efecto, en promedio, del 2000 al 2006 la inversión extranjera directa (IED) representó un 4,0%; del Producto Interno Bruto (PIB); y para los últimos tres años mostró una tendencia creciente hasta situarse en 5,1%, suficiente para cubrir el déficit en cuenta corriente que para ese mismo lapso promedió 4,7% del PIB.

Los flujos clasificados en el rubro de otra inversión como de cartera, también han sido relativamente importantes; en especial a fines del 2006 y la primera parte del 2007; comportamiento probablemente influido por las expectativas asociadas a la entrada en vigencia del régimen de bandas cambiarias a partir del 17 de octubre del 2006.

Gráfico 1

Inversión extranjera directa y déficit en cuenta corriente en términos del PIB



En este grupo de capitales de corto plazo, el rubro de mayor importancia es el de moneda y depósitos; recursos que en esencia, responden al arbitraje de tasas de interés, y créditos comerciales; este último más relacionado con la evolución de las compras externas de bienes. Es de esperar que cuando las tasas internacionales suban (comparadas con las tasas domésticas), los inversionistas quieran aprovechar estos diferenciales en tasas y aumenten sus depósitos en el exterior, lo cual se traduce en una salida de capitales y viceversa.

Los movimientos de capital de muy corto plazo están asociados con el premio a favor de las inversiones en moneda extranjera. Así, si se toma como referencia el premio sobre la libor a un año, en el lapso 2000-2006 fue positivo, aunque variable, lo que probablemente motivaría a los inversionistas a repatriar capitales para aprovechar el mayor rendimiento de los títulos en moneda nacional.

¹⁵ CEPAL, Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe 2006.

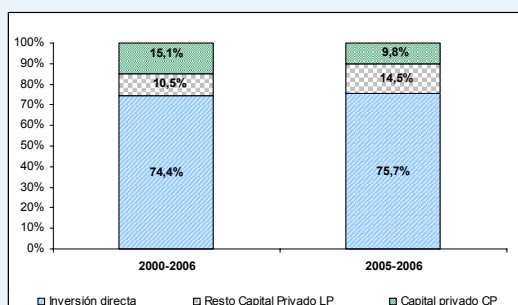
Gráfico 2



En este contexto, en los flujos de capital registrados en la balanza de pagos, durante el lapso 2000-2006 predomina el ahorro externo de largo plazo, en especial bajo la modalidad de inversión extranjera directa, la cual responde a variables más cualitativas y estables de la economía nacional. Esta característica de los capitales se ha robustecido en el bienio 2005-2006 y han sido suficientes para financiar prácticamente la totalidad del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y se han canalizado primordialmente al sector industrial, financiero, turístico e inmobiliario.

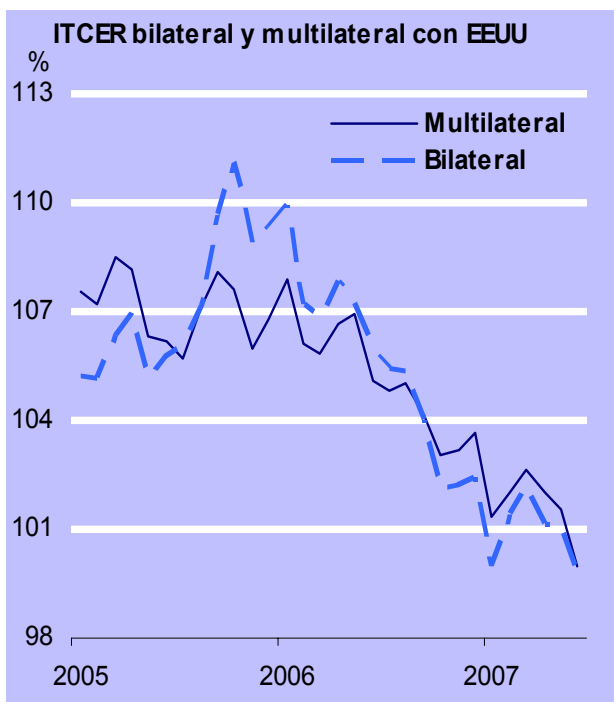
Gráfico 3

Composición de los flujos de capital privado



Por su parte, en el bienio 2005-2006 los montos de ahorro externo bajo la forma de flujos de cartera, aunque presentaron una disminución en la importancia relativa respecto al promedio 2000-2006, rondaron los \$300 millones como respuesta a premisas varias, a saber:

- ✓ Importaciones de bienes crecientes que fueron autofinanciadas.
- ✓ Existencia de premios positivos, aunque variables, en favor de la moneda nacional en la mayor parte de ese lapso.
- ✓ Expectativas relativas a la entrada en vigencia del régimen de bandas cambiarias en el último trimestre del 2006.



Tipo de cambio

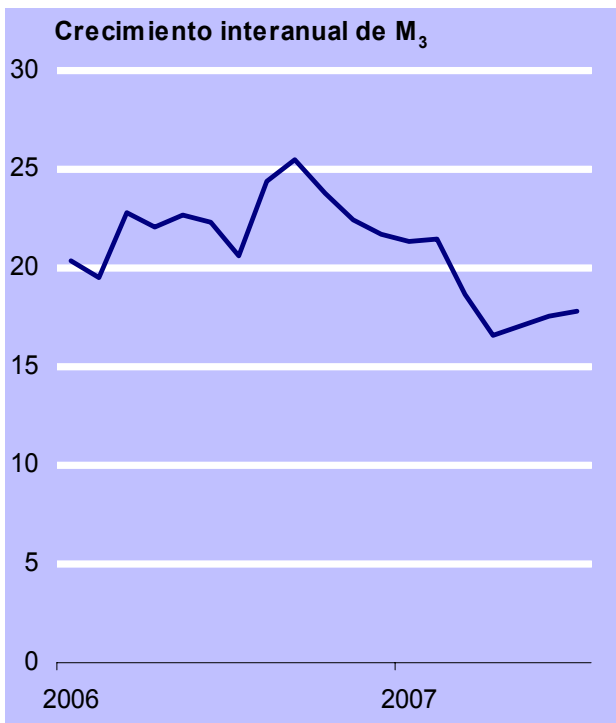
A lo largo de esta primera mitad del año el colón se devaluó un 0,3% con respecto al dólar estadounidense, al pasar de ¢517,1 por dólar en diciembre del 2006 a ¢518,7 por dólar en julio del 2007¹⁶. En términos reales, el índice de tipo de cambio multilateral reflejó una apreciación del colón de 3,5% durante el primer semestre debido a que la devaluación antes indicada unida a la apreciación de las monedas de los socios comerciales (0,45%) fue insuficiente para compensar el diferencial inflacionario (4,2%).

Como era previsible los agentes económicos corrigieron a la baja sus expectativas de variación del tipo de cambio a lo largo del primer semestre del 2007. Mientras en enero la expectativa promedio para un horizonte de 3 y 6 meses fue de 1,5% y 2,8%, en junio fue de 0,3% y 0,8%, en ese orden. Particularmente para el horizonte de tres meses la mediana, de las últimas tres encuestas mensuales realizadas por el BCCR en mayo, junio y julio 2007, mostró un valor de “cero”, toda vez que, en promedio, un 58% de las respuestas recibidas en estos ejercicios señaló que los agentes económicos considerados esperaban que el tipo de cambio nominal en este lapso no presentara variación. Según los resultados de la encuesta de agosto, las expectativas cambiarias para estos mismos horizontes son de 0,2% y 1,0% respectivamente.

Por su parte, el mercado global de cambios mostró un balance superavitario, pues las compras netas en el mercado mayorista en defensa del límite inferior de la banda alcanzaron EUA\$714,7 millones y, propiciaron que el tipo de cambio del dólar permaneciera anclado en el piso de la banda predefinida a finales de enero del 2007.

¹⁶ Promedio mensual del tipo de cambio compra-venta.

Como resultado de las operaciones reales y financieras transadas en el mercado de cambios, las Reservas Internacionales Netas del BCCR (RIN) aumentaron en EUA\$724,8 millones al mes de julio. El impacto monetario de esta compra de divisas fue esterilizado con la realización de OMA; lo cual implicó un impacto negativo sobre el resultado financiero del Banco Central, a pesar de la mejora en la relación entre el costo medio de los pasivos y el rendimiento de los activos de esta institución.



Liquidez y crédito

Como parte del proceso de transición gradual hacia un Esquema de Metas de Inflación, a partir del Programa Macroeconómico 2007-2008 el Banco Central inició el proceso de otorgar un menor énfasis a los agregados monetarios como variable intermedia de la política monetaria, de manera que actualmente en el Programa Macroeconómico no se hace explícita ninguna meta cuantitativa para los agregados monetarios. Sin embargo, el BCCR continúa dando seguimiento a estas variables pues forman parte de la batería de indicadores sobre la evolución de la economía.

Al mes de julio del 2007 la liquidez total (M3) creció a una tasa anual de 17,5%, cambio determinado, principalmente, por el componente más líquido en colones, toda vez que las obligaciones en moneda extranjera y a plazo en moneda local mostraron un menor dinamismo. Entre los posibles determinantes de este comportamiento destacaron:

- i) La reducción generalizada en las tasas de interés pasivas, lo que disminuyó el costo de oportunidad de mantener activos financieros altamente líquidos.
- ii) El mayor nivel de actividad económica, que incrementó la demanda de dinero por motivos transaccionales.

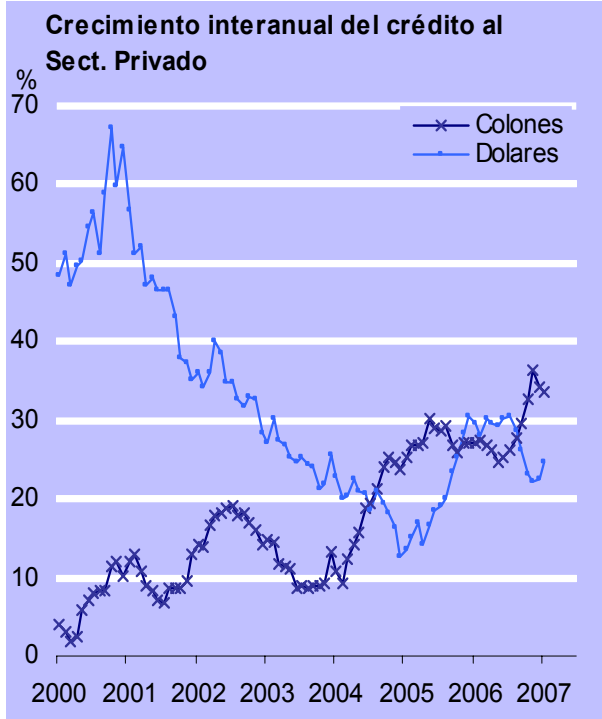
iii) La reducción relativa en el rendimiento de los activos financieros denominados en dólares, dada la estabilidad en el tipo de cambio nominal.

Particularmente la cuenta corriente y otras obligaciones de exigibilidad inmediata, en colones, mostraron altas tasas de crecimiento en relación con otras formas de riqueza financiera, variaciones que podrían no ser compatibles con la meta de inflación planteada por el BCCR.

Un elemento adicional que podría explicar la mayor demanda por activos financieros a la vista y en colones es el motivo “especulación”, pues existe la hipótesis de que algunos agentes están a la espera de un cambio, bien sea en las tasas de interés del mercado o bien de la decisión del Banco Central de ajustar el límite inferior de la banda cambiaria.

Por el lado de las fuentes de creación de liquidez por parte del Banco Central, como ha sido característico de los últimos años, destacó la activa participación de la Institución como comprador neto en el mercado de cambios y su déficit financiero. Al respecto es preciso señalar que estos efectos expansivos fueron esterilizados en buena medida con OMA y dentro de estas OMA fue visible el aumento en la preferencia por instrumentos de corto plazo, por lo que parte de los recursos absorbidos mantienen el potencial de materializarse en presiones de gasto. Mientras en el 2006 la participación promedio de las Inversiones de Corto Plazo y los depósitos electrónicos a plazo dentro de las OMA fue de 15%, el promedio de los primeros siete meses del año subió a 21,6%.

De las contrapartidas del M3 destacó la expansión del crédito al sector privado, el cual mostró a julio del 2007 un incremento anual de 32,4%; este efecto fue parcialmente compensado por la disminución en el



financiamiento concedido al sector público¹⁷, por lo que el crédito total del Sistema Bancario Nacional (SBN) creció alrededor de 19,4%.

En concordancia con los indicadores de actividad económica y del gasto interno, el crédito al sector privado repuntó para casi todos los destinos, pero fue especialmente importante el aporte del financiamiento para vivienda, consumo, servicios y comercio, rubros que explicaron el 76,3% de la variación anual¹⁸.

Por su parte, la tenencia de activos externos del Sistema Bancario reflejó la acumulación de RIN por parte del Banco Central, ya que durante el período de análisis los bancos comerciales redujeron su saldo de activos externos netos, sin embargo, mantuvieron un nivel de EUA\$317 millones, lo que potencialmente es una fuente de recursos para ser canalizada al financiamiento del gasto interno.

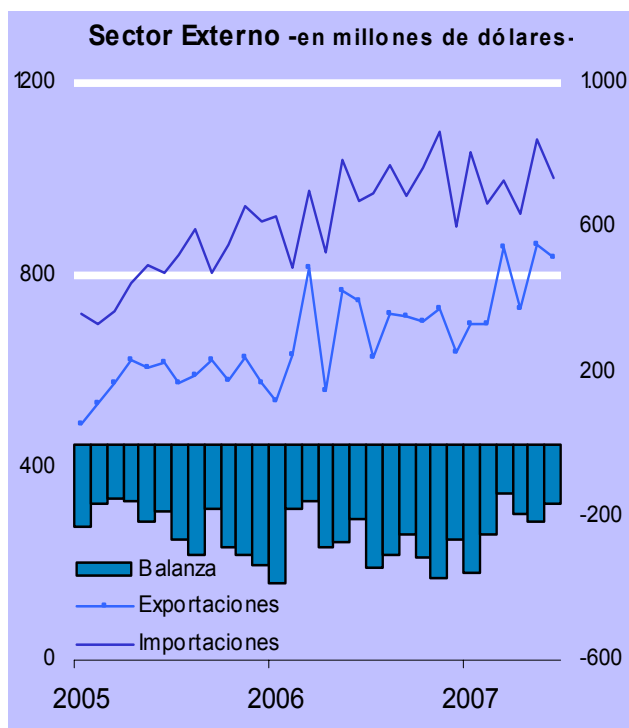
Si bien anteriormente se indicó que las pérdidas del BCCR (¢70.064 millones acumuladas a julio 2007) fueron creadoras de liquidez, es destacable la reducción de esta variable tanto en términos absolutos como relativos al PIB. En este comportamiento incidió, principalmente, el mayor ingreso medio por intereses sobre activos de reserva de la Institución¹⁹ y el menor costo medio de las obligaciones en colones.

Por último, cabe indicar que el grado de dolarización financiera continúa bajando. Mientras el componente en moneda extranjera del M3 representó un 50% en julio del 2006, un año después alcanzó el 47%. Esta situación también fue visible en el crédito al sector privado, relación que en igual período pasó del 55% a 52%. Lo anterior coincidió, en buena medida, con la modificación del régimen cambiario, por cuanto ahora se hace explícito

¹⁷ Comportamiento determinado por una menor tenencia de títulos públicos y el pago de las obligaciones del Gobierno con el BCCR originadas en la liquidación de la Corporación Costarricense de Desarrollo.

¹⁸ Información disponible a mayo 2007.

¹⁹ Producto tanto de un mayor rendimiento medio como de un mayor saldo.



que todos los agentes económicos (ahorrantes, usuarios del crédito, bancos, etc.) enfrentan un mayor riesgo cambiario. En el Recuadro 2 se analiza la desdolarización financiera que ha experimentado la economía en el periodo 2006-2007.

4. Operaciones con el resto del mundo

Para el primer semestre del 2007 se prevé que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos alcance un 1,6% del PIB, superior en 0,5 p.p. al observado en igual lapso del año previo. A pesar de ello, el país contó con los recursos externos suficientes para financiarlo y acumular activos externos netos por EUA\$620 millones.

Las ventas externas subieron un 15%, explicadas tanto por el buen desempeño del régimen regular como de los especiales. En el primer grupo, con datos a mayo, destacaron productos como café, banano, piña y farmacéuticos, canalizados principalmente a los mercados estadounidense, europeo y centroamericano. En los regímenes especiales destacó el sector de alta tecnología que opera en el régimen de zonas francas.

Recuadro 2: Desdolarización financiera en el periodo 2006-2007

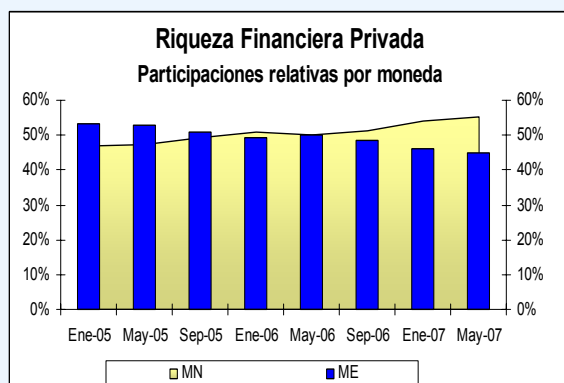
El 17 de octubre del 2006 comenzó a operar un régimen de bandas cambiarias en el país, dejando atrás más de 20 años de historia del sistema conocido como “minidevaluaciones”.

El sistema de minidevaluaciones generaba un alto grado de certidumbre entre los agentes económicos sobre el nivel esperado del tipo de cambio, lo que, en conjunto con otros elementos, como la persistencia de niveles relativamente elevados de inflación, incentivaron la dolarización de la economía. Desde el punto de vista financiero, este proceso se reflejó tanto en una mayor preferencia por instrumentos financieros denominados en dólares como por crédito al sector privado en moneda extranjera.

A partir de la modificación del régimen cambiario (inclusive desde antes con la discusión que se generó alrededor del tema) se inicia un proceso de desdolarización financiera, toda vez que el público y los intermediarios financieros comienzan a valorar en alguna medida el riesgo cambiario y sus posibles consecuencias (internalización del riesgo).

Tomando como referencia las cifras de la riqueza financiera del sector privado²⁰ se observa, a partir del segundo semestre del 2006, una reducción paulatina de la participación relativa del componente en moneda extranjera de dicho agregado²¹.

Gráfico 1



Durante el primer semestre del 2006, la importancia de la riqueza financiera privada en moneda extranjera se ubicó en torno al 49%. A partir de julio de ese mismo año se empieza a observar una caída paulatina hasta alcanzar un 45% en mayo del 2007.

²⁰ Es un conjunto de activos financieros que poseen los agentes económicos, el cual está compuesto por: numerario en poder del público, depósitos bancarios, bonos de estabilización financiera, depósitos electrónicos a plazo, inversiones de corto plazo, y bonos fiscales.

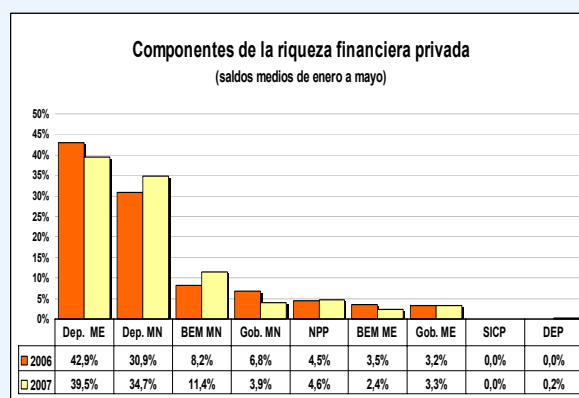
²¹ Las cifras se refieren a transacciones y no consideran las revalorizaciones de los activos por el efecto cambiario.

Lo anterior se debe a un mayor crecimiento del componente en moneda nacional respecto al mostrado por la moneda extranjera.

Las cifras revelan una lenta pero sostenida disminución en la participación relativa de la moneda extranjera, tanto en el componente de los depósitos bancarios como en los títulos valores.

En el caso de depósitos bancarios se nota más claramente la recomposición de la riqueza financiera, por ejemplo, en el periodo enero – mayo del año anterior la importancia relativa de los depósitos en moneda extranjera respecto al total de la riqueza privada era de 42,9 %, superior en 12 p.p. a los depósitos en moneda nacional, diferencia que se redujo considerablemente en el mismo periodo del 2007, ubicándose en cerca de 5 p.p.

Gráfico 2



Igual patrón se observa en la tenencia de títulos valores del Banco Central, en este caso la importancia relativa de los títulos en dólares descendió en 1,1 p.p., al tiempo que se incrementó de forma importante la tenencia de BEM en moneda nacional (ver gráfico 2). Este aspecto resultó más de acciones de política monetaria que de valoraciones de riesgo cambiario.

Por otro lado, el comportamiento del crédito al sector privado también indica que se ha revertido la tendencia de los últimos años en cuanto a la preferencia por el endeudamiento en dólares. Es de suponer que la reconversión crediticia conlleva un proceso más complejo en comparación a la recomposición de los depósitos bancarios, dados los mayores costos asociados a la colonización de la deuda.

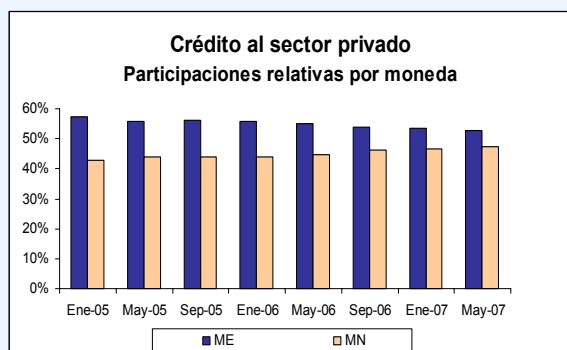
La banca comercial (básicamente los bancos estatales) ha realizado esfuerzos por impulsar planes de crédito en colones o en unidades de desarrollo que resulten atractivos en comparación con los beneficios de los préstamos en

dólares, esto como estrategia para minimizar el deterioro que podría sufrir la cartera crediticia ante cambios inesperados y desfavorables en el tipo de cambio.

Estas acciones junto con la incertidumbre sobre el comportamiento del tipo de cambio ante la entrada del nuevo régimen cambiario, coadyuvaron a que en la segunda mitad del 2006 se registrara una fuerte desaceleración del crédito en moneda extranjera. Al finalizar el 2006, la tasa interanual del crédito en dólares se ubicaba en un 17,6%, 4 p.p. inferior a la observada al cierre de julio de ese mismo año, mientras que para ese mismo periodo, el crecimiento del endeudamiento en moneda nacional presentaba un incremento de 8 p.p.

En cuanto a la importancia relativa, cifras definitivas de bancos comerciales a mayo del 2007, revelan que si bien la moneda extranjera aún mantiene una participación mayor al 50% del crédito total, ésta se ha reducido en 2,5 p.p. durante los últimos doce meses.

Gráfico 3



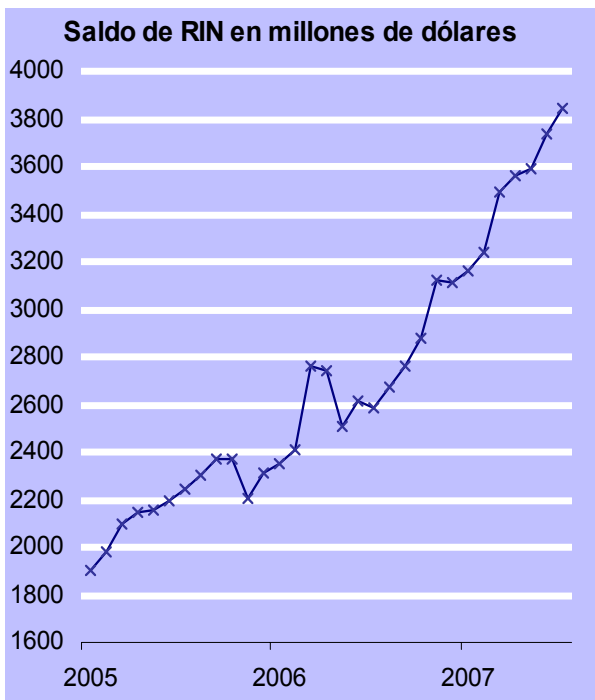
No obstante, al cierre de mayo del 2007 el crédito al sector privado ha mostrado un fuerte crecimiento (30,1%), tanto en moneda nacional (37,4%) como en moneda extranjera (24,1%).

En conclusión, luego del anuncio y la posterior entrada en vigencia del sistema de banda cambiaria en el país hay evidencia de un incipiente proceso de desdolarización financiera, el cual se ha manifestado, principalmente, en una mayor preferencia de los agentes económicos por la tenencia de activos financieros denominados en colones y, en menor medida, por el crédito en moneda nacional.

Las compras externas de bienes, por su parte, crecieron un 9%, impulsadas por las mercancías generales, pues los regímenes especiales de comercio registraron una contracción. Los datos por categoría económica evidenciaron incrementos en materias primas, bienes de consumo, bienes de capital y materiales de construcción. Particularmente, en el caso de la materia prima sobresalió el hecho de que la factura petrolera aumentó en un 8% respecto a igual período del 2006, reflejo del incremento en la cantidad demandada toda vez que el precio medio del cóctel de hidrocarburos importado por la Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE) se mantuvo en EUA\$71,2 por barril entre ambos períodos de comparación.

Aún cuando el turismo receptivo presentó un leve crecimiento, los ingresos netos por servicios aumentaron un 14% debido, principalmente, al buen desempeño de actividades de procesamiento de información y de servicios empresariales. Ello hizo que la cuenta de servicios mantuviera una relación respecto al producto similar a la observada en la primera parte del 2006 (4,4%).

Pese a que el déficit en cuenta corriente continuó alto, Costa Rica dispuso de mayores flujos netos de capital, sobretudo los orientados al sector privado mediante la modalidad de inversión extranjera directa empresarial e inversión inmobiliaria, lo cual no sólo permitió el financiamiento de esa brecha externa, sino también incrementó el nivel de RIN en poder del Banco Central en EUA\$620 millones. Así, al cierre del I semestre del 2007, el saldo de RIN ascendió a \$3.734 millones, lo que representó un 14,5% del PIB y el equivalente a 5,1 meses de importaciones regulares. En el Recuadro 3 se analiza el tema de los indicadores de nivel adecuado de reservas monetarias.



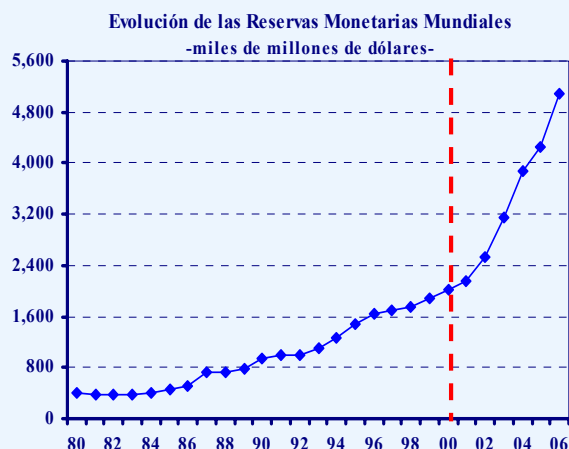
Recuadro 3: Indicadores de nivel adecuado de Reservas Monetarias

Según el V Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (FMI), las reservas monetarias de un país son “los activos externos que están a disposición inmediata y bajo el control de la autoridad monetaria. Los activos de reserva comprenden oro monetario, Derechos Especiales de Giro (DEG), la posición de reserva en el Fondo Monetario Internacional (FMI), activos en divisas (monedas extranjeras, depósitos y valores en moneda extranjera) y otros activos.

Los bancos centrales requieren mantener reservas por varios motivos. En esquemas cambiarios que no son completamente flexibles, las reservas le permiten a la autoridad monetaria realizar intervenciones en el mercado cambiario, con el fin de influir en el valor del tipo de cambio. Adicionalmente, las RMI son utilizadas como una especie de “seguro” ante problemas de acceso a los mercados financieros internacionales y por tanto disminuyen la probabilidad de choques de liquidez, ataques especulativos contra la moneda y retiros masivos de depósitos tanto en moneda local como extranjera. En consecuencia, un nivel de reservas percibido como adecuado tiene efectos beneficiosos en las calificaciones de riesgo país, en los costos de la deuda externa y en disminuir la probabilidad de ocurrencia de crisis financieras.

Existe un renovado interés en el tema del nivel “adecuado” de reservas monetarias internacionales (RMI) que un país debe mantener, sobretudo luego de las crisis financieras en los mercados emergentes de finales de los años noventa e inicios del 2000. En este periodo se evidenció que los países con elevados montos de reservas, fueron menos propensos a sufrir crisis financieras o sobrellevaron de mejor manera los desequilibrios externos asociados a las mismas.

Resultado de lo anterior, a partir del 2000, es posible observar un incremento acelerado en las tenencias de reservas a nivel mundial, principalmente en los países de mercados emergentes. Este comportamiento está relacionado, tanto a la mayor demanda de reservas por parte de los bancos centrales, como al crecimiento en la oferta global de liquidez. Esta última ha sido resultado del crecimiento en los superávits en cuenta corriente de algunos países (China, India, etc.) y de la necesidad de Estado Unidos de América de financiar su elevado déficit de cuenta corriente.



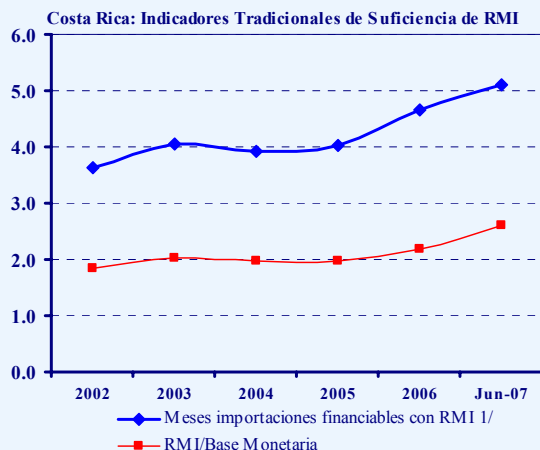
Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI)

La decisión de la autoridad monetaria sobre el monto apropiado de reservas que debe mantener, involucra, además, del análisis de los diferentes beneficios, los costos asociados a estos activos. Aguirre, López, Naudon y Soto (2004)²² definen el costo directo de mantener reservas monetarias como “la diferencia entre su rendimiento y el costo de los pasivos del banco central que las financian”. El costo de estos activos también se puede cuantificar utilizando la diferencia entre el rendimiento promedio que se obtiene al invertir esos recursos, menos: el costo promedio de la deuda externa del país, los retornos promedio de la inversión doméstica sacrificada, los costos de la esterilización asociada a la compra de divisas, entre otros.

Tradicionalmente el nivel apropiado de reservas monetarias ha sido evaluado por indicadores que relacionan el monto de RMI con las importaciones de bienes y con los agregados monetarios. Para el primer indicador, la teoría recomienda que sea al menos igual a tres meses, mientras en el segundo caso las RMI deben ser suficientes para cubrir la totalidad de los agregados monetarios más restrictivos, como la base monetaria o medio circulante.

Según estos indicadores, el nivel de reservas monetarias de Costa Rica, durante el periodo 2002 – junio 2007, fue relativamente aceptable ya que las reservas cubrieron en promedio 2,1 veces la base monetaria y fueron suficientes para financiar en promedio 4,2 meses de importaciones de mercancías generales (excluye compras externas de materia prima de los regímenes especiales de comercio exterior: zona franca y perfeccionamiento activo).

²² Banco Central de Chile. “Acerca del Nivel Adecuado de las Reservas Internacionales”, 2004.



1/ Excluye importaciones de materia prima de zona franca y PA
Fuente: BCCR

No obstante, el criterio comercial y el de cobertura de agregados monetarios, ya no son suficientes para evaluar los niveles deseables de reservas monetarias. Una serie de características de la economía, así como del entorno internacional han influido en la incorporación de nuevos aspectos relacionados con variables reales y financieras. Entre ellas destacan, la capacidad del país de atender en el corto plazo el servicio de la deuda externa, sin necesidad de refinanciamiento, y el nivel de dolarización de los pasivos internos del sistema bancario, que generan vulnerabilidades en las hojas de balance de esas entidades.

En efecto, un nuevo indicador de suficiencia de RMI que considera aspectos de la cuenta de capital y financiera así como de gestión de la deuda externa, es la relación entre las reservas y la deuda externa de corto plazo, según el vencimiento residual (DECP). Este indicador establece que las reservas monetarias deben ser suficientes para cubrir, al menos, una vez la DECP²³ del sector público y privado.

Este planteamiento debe considerarse como un punto de partida para determinar el nivel de reservas adecuado de un país, al cual es importante adicionarle factores como: nivel del déficit en cuenta corriente y desajuste del tipo de cambio efectivo real, solvencia del sector privado, régimen cambiario, volumen de deuda interna a corto plazo, especialmente si está denominada en moneda extranjera, y nivel de acceso al mercado de capital, entre otros.

Por su parte, la elevada dolarización financiera²⁴ genera vulnerabilidades en las hojas de balance de las entidades bancarias. Ya que estas entidades enfrentan mayores riesgos cambiarios (por descalces entre activos y pasivos en diferentes monedas) y crediticios (al prestarle en dólares a personas y empresas no generadoras de divisas).

Choques externos o cambios drásticos en la política cambiaria, podrían repercutir en la liquidez y hasta en la solvencia de los bancos, lo cual podría incidir en la estabilidad del sistema y de la economía. Por tal motivo, las reservas del banco central deberían ser suficientes para cubrir también una parte de la liquidez interna en moneda extranjera (depósitos en dólares en los bancos comerciales) para permitirle a la autoridad monetaria, ejercer su función de prestamista de última instancia en dólares, y así evitar que eventuales problemas de liquidez del sistema bancario puedan desencadenar una crisis.

	Reservas del Banco Central		
	RMI/DECP	RMI/Dep\$	RMI/M3
Mediana de países dolarizados de mercados emergentes	1.2	0.7	0.3
Mediana América Latina	1.2	2.0	0.4
Mediana países no-dolarizados	1.2	5.1	0.4
Mediana países dolarizados	1.6	1.0	0.4
Costa Rica (Junio 2007)	1.3	0.8	0.4

1/ Las Información corresponde a diciembre 2006)

Fuente: FMI y BCCR

Según estimaciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional y por el Banco Central de Costa Rica, las RMI de Costa Rica, fueron suficientes para cubrir 1.3 veces la DECP en junio 2007, monto levemente superior al mínimo recomendado (1 vez) y similar a la mediana de los países de América Latina. No obstante, este nivel es inferior a la mediada del grupo de países con elevado nivel de dolarización en Latinoamérica del cual Costa Rica forma parte.

Adicionalmente, la dolarización de los depósitos del sistema bancario de Costa Rica es cercana al 50%. La captación denominada en moneda extranjera de estas entidades ascendió a \$4.977 millones, según cifras a junio. El saldo de reservas monetarias del Banco Central a esa fecha fue de \$3.734 millones, por tanto fueron suficientes para cubrir el 75% de los pasivos en dólares del sistema bancario, monto relativamente inferior a la mediana de este indicador, para los países con elevada dolarización de América Latina (cobertura del 100%).

Otro indicador que relaciona la capacidad del banco central de afrontar con sus reservas eventuales fugas de capital, es la relación de RMI a M3 que incluye la liquidez en moneda nacional y extranjera, y no solamente, la relación con respecto a agregados monetarios en moneda local, tradicionalmente utilizado. La mediana de esta relación para los países de Latinoamérica (dolarizados y no dolarizados) es de 0.4, similar a la observada al cierre del primer semestre en Costa Rica.

²³ Mulder Ch. "The Adequacy of International Reserve Levels: a new Approach. Management for Central Bankers", 2000.

²⁴ Definidas por el FMI, para comparación, como las economías con un 30% o más del total de depósitos bancarios en dólares.

La prevención de crisis, así como la reducción de sus efectos han sido unas de las principales motivaciones que han impulsado la acumulación de reservas. Jeanne y Ranciére (2006)²⁵ estimaron el nivel de reservas que los países con mercados emergentes deberían mantener, como seguro, para enfrentar un paro repentino en los flujos de capital, sin graves consecuencias en el consumo y la producción.

Las estimaciones evidenciaron que los países deberían mantener un nivel de RMI de aproximadamente 10,1% del producto interno bruto o que fuera suficiente para cubrir el 92% de la deuda externa de corto plazo según vencimiento residual, para poder atenuar los efectos negativos de una caída en los ingresos de capital.

Sin embargo es importante mencionar que los autores aclaran que los bancos centrales podrían mantener niveles de reservas mayores o menores a esas proporciones por razones diferentes a las contempladas en el modelo (seguro ante paros repentinos en los ingresos de capital).

Al 30 de junio las reservas monetarias del Banco Central ascendieron al 14,5% del producto interno bruto estimado para el 2007, y como se mencionó anteriormente eran suficientes para cubrir 1,3 veces la deuda externa de corto plazo.

El estudio de los diferentes criterios e indicadores para aproximar un nivel adecuado de reservas lleva a la conclusión, de que no existe una metodología única, aceptada mundialmente, que sirva de guía para que los bancos centrales determinen el monto óptimo de RMI que deben mantener.

En ese sentido si se considera únicamente los indicadores tradicionales de suficiencia de reservas, así como los niveles estimados por el modelo de Jeanne y Ranciére, podría decirse que el nivel de reservas del Banco Central de Costa Rica es más que suficiente. No obstante al considerar el grado de dolarización de los activos y pasivos del sistema bancario y las vulnerabilidades en las hojas de balance que esto conlleva se podría argumentar que el Banco Central cuenta con cierto margen para seguir acumulando RMI.

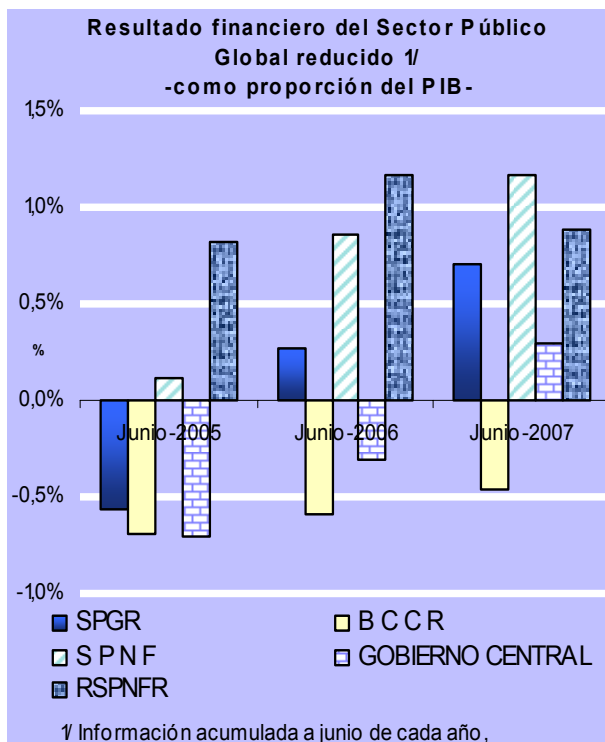
²⁵ Jeanne O y Ranciére R. “The optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications”, 2006

La situación observada en esta primera parte del año y el comportamiento previsto para la demanda agregada llevó a revisar al alza la proyección del déficit en cuenta corriente, que en términos del PIB pasaría de un 5% en el 2006 a 5,2% en el 2007 (la proyección realizada en enero del 2007 fue de 5%). El incremento respondería a una mayor brecha comercial asociada a la factura de importaciones, a pesar del buen desempeño previsto en el valor de las exportaciones de bienes y servicios. En la parte financiera, se estima que los flujos externos observados en la primera mitad del año se mantendrían en el segundo semestre y alcanzarían para financiar la brecha en la cuenta corriente y propiciar un aumento en las RIN del Banco Central.

5. Desempeño financiero del sector público

De acuerdo con información preliminar base reconocido, al cierre del primer semestre del 2007 el Sector Público Global Reducido (SPGR)²⁶ presentó un superávit en su resultado financiero, que como proporción del PIB alcanzó un 0,7% (fue 0,3% en igual lapso del 2006). Lo anterior está explicado por la mejora en las finanzas tanto del Gobierno Central como del BCCR, que permitió compensar el menor superávit del resto de las instituciones públicas.

El superávit financiero logrado por el Gobierno Central por tercer mes consecutivo reflejó medidas para controlar la evasión y mejorar la recaudación tributaria²⁷, así como una desaceleración en el gasto en intereses de la deuda pública, producto tanto del descenso en las tasas de interés locales como de los menores usos del endeudamiento por parte del Fisco²⁸. Estos efectos fueron parcialmente compensados por el incremento en el gasto social para atender



²⁶ Incluye a BCCR y al Sector Público no Financiero Reducido (SPNFR), compuesto por el Gobierno Central y una muestra de 6 instituciones del sector público (CCSS, RECOPE, CNP, ICAA, ICE y JPSSJ).

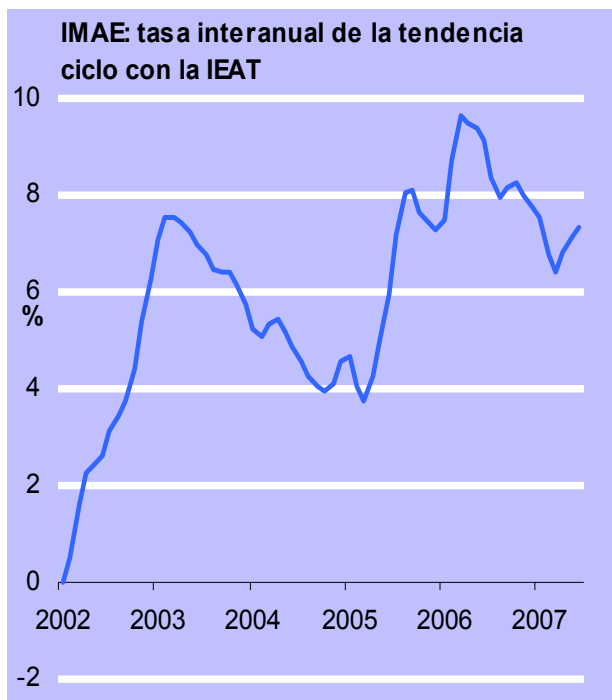
²⁷ Dado el funcionamiento del sistema informático Tecnología de Información para el Control Aduanero (TICA), la mayor supervisión sobre establecimientos comerciales, así como mejores mecanismos de recopilación de datos sobre transacciones en las que media el uso de tarjetas de crédito o débito.

²⁸ Además, en este período hizo uso de parte de los recursos mantenidos en el Banco Central.

el aumento en las pensiones del régimen no contributivo de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS), el financiamiento de becas para estudiantes de menos ingresos y las transferencias al Consejo Nacional de Vialidad (CONAVI).

El resto del sector público no financiero reducido generó durante el período en comentario un menor superávit financiero que el mostrado doce meses atrás (0,9% y 1,2% respecto al PIB en el 2007 y el 2006, respectivamente). Según la información disponible, este resultado reflejó el comportamiento de las principales instituciones de la muestra, especialmente del ICE y la CCSS. En ambos casos el resultado financiero puso de manifiesto mayores gastos de capital y en el caso de la CCSS, una mayor compra de materiales y suministros.

6. Producción y demanda agregada

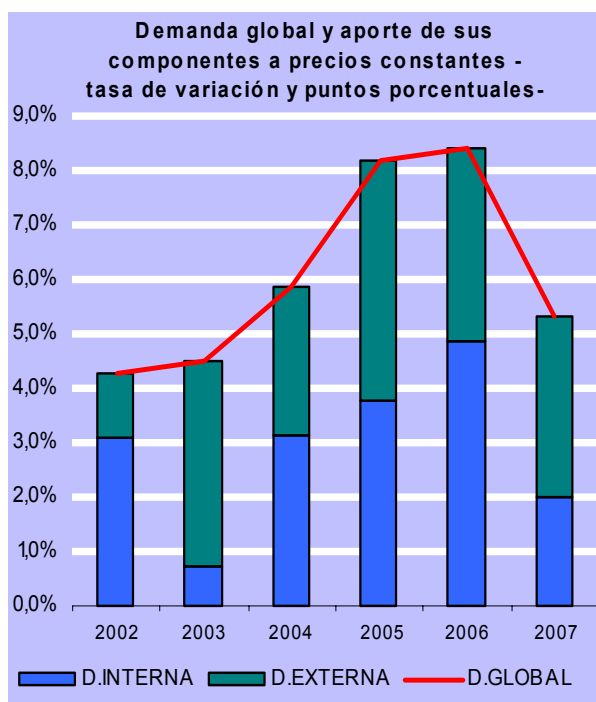


La producción medida por la tendencia ciclo del Indicador Mensual de la Actividad Económica mostró una variación media anual de 7,0% en el primer semestre del 2007, respecto a igual lapso del año precedente, tasa que ha venido desacelerándose desde mediados del 2006, pero que aún es alta si se le compara con el crecimiento potencial, estimado en 4,5%. En este período las industrias que más aportaron al crecimiento económico fueron la manufacturera, transportes, almacenamiento y comunicaciones, agropecuaria, construcción (principalmente por el impulso de las nuevas edificaciones privadas), intermediación financiera y comercio, que en conjunto explicaron el 86% de ese crecimiento.

Aunque sigue siendo alto, el menor ritmo de crecimiento económico reflejó la evolución de algunas industrias productoras de bienes para la exportación, en especial de aquellas amparadas a regímenes especiales de comercio. Esto a su vez es consecuente con la ligera desaceleración

observada en la producción mundial, en particular de los Estados Unidos de América, principal socio comercial.

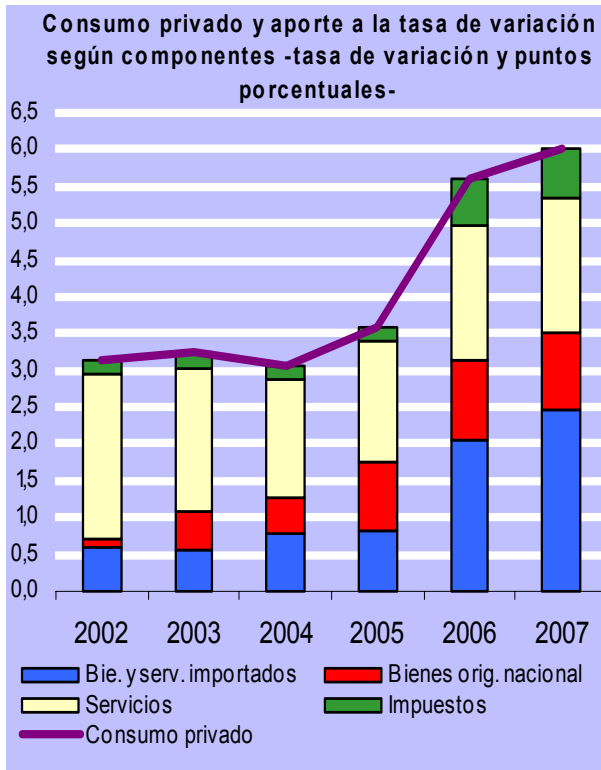
Con base en el comportamiento actual de la producción y la evaluación de la permanencia en el tiempo de los factores que lo han condicionado, la proyección del crecimiento económico para el 2007 se revisó al alza, de un 5% a un 6,3%, alrededor de dos puntos porcentuales menos que en el 2006. Esta situación reflejaría el efecto de la desaceleración en la producción de las empresas dedicadas a bienes exportables observada en los primeros meses del año.



Desde la óptica del gasto, la información disponible hace prever que en el 2007 la demanda agregada mostraría una desaceleración de 3 p.p. en términos reales, toda vez que en el bienio previo su crecimiento medio estuvo en el orden del 8,3%. Este comportamiento estaría influido, particularmente, por una menor acumulación de existencias de materias primas de las empresas productoras de bienes de exportación amparadas a regímenes especiales de comercio. A nivel de componentes de la demanda agregada sobresale lo siguiente:

- i) La demanda externa por bienes y servicios locales se prevé muestre al cierre del año un crecimiento anual del 9% (en términos reales), tasa que aún cuando es alta denota una desaceleración en relación con lo observado en los últimos cuatro años²⁹. Este comportamiento reflejaría un crecimiento moderado en servicios, especialmente turísticos, así como una ligera baja en la tasa de crecimiento en las ventas de bienes al exterior. En cuanto al precio de los exportables, se espera una mejora cercana a un

²⁹ Durante el período 2003-2006 la tasa media anual de crecimiento se ubicó en 10,7%, siendo el valor más alto en el 2005 (12,7%).

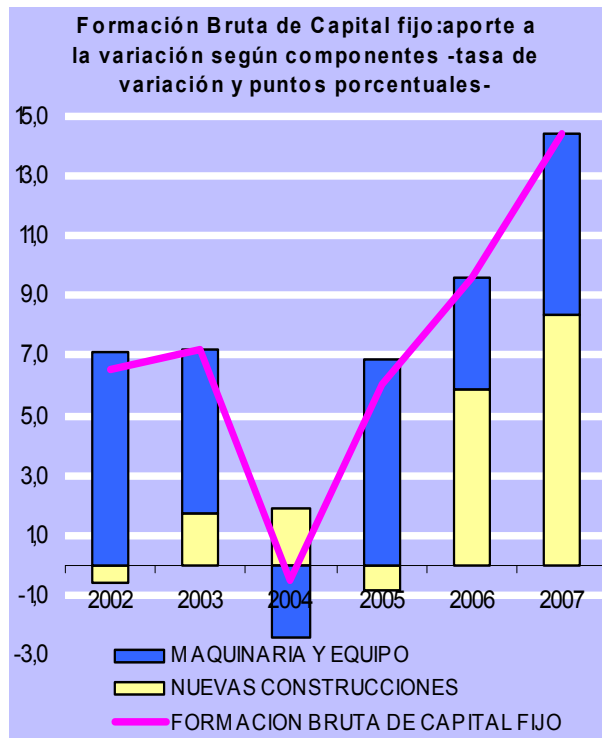


- ii) El consumo del sector privado se estima aumente a un ritmo de 6% en el 2007, el más alto en la última década y que afianza el dinamismo de esta variable iniciado en el 2006. Entre los indicadores de corto plazo que evidencian el comportamiento del gasto privado en consumo destacan: i) las importaciones de bienes de consumo, que expresados en dólares durante los primeros seis meses del año aumentaron un 26,4% en relación con igual período del 2006; ii) la actividad comercial se expandió a un ritmo medio anual del 5% en lo que va del año, una de las tasas más altas de la presente década; iii) el mayor financiamiento concedido por el SBN al consumo y al comercio (en este último caso, es de prever que por esta vía también se faciliten las posibilidades de consumo de los hogares).

En cuanto a los determinantes que incidirían en la evolución de un mayor gasto de los hogares destaca lo siguiente:

- Cifras de la CCSS para el primer semestre del año señalaron un incremento de 9,0% en el ingreso real por salarios (respecto a igual lapso en el 2006)³⁰. Ello como resultado de una mejora en términos reales del salario por persona (subió en 1,3%) y de un aumento medio de 7,7% en la población asegurada.

³⁰ En igual período de comparación del 2005 y 2006, el ingreso real por salario aumentó en 2% y 7,1%, en ese orden.



- La Encuesta de Confianza del Consumidor si bien reflejó un deterioro respecto a las condiciones futuras, todavía muestra una relativa fortaleza en la percepción de las condiciones económicas actuales en relación con años precedentes.

- Aunque a priori resulta difícil determinar el efecto de las tasas de interés sobre el consumo privado³¹, se estima que en el sector deudor la reducción en las tasas de interés, tanto nominales como en términos reales, generó un mayor ingreso disponible (una vez descontados los gastos financieros), lo que estimularía el consumo de las familias por una parte y por otra, aumentaría la capacidad de endeudamiento, que a su vez refuerza el gasto; esto es consistente con el crecimiento del crédito al sector privado, en especial el destinado al comercio y al consumo.

iii) La formación bruta de capital fijo refleja un notorio dinamismo, explicado por:

- La inversión en nuevas construcciones, principalmente obras civiles del sector privado, actividad que ha contado con financiamiento del sector bancario y se estima que también de recursos provenientes del sector externo.
- El incremento de 37% en la adquisición de bienes de capital de origen importado (expresada en dólares estadounidenses); resalta en estas compras las de maquinaria y equipo para la industria

³¹ El efecto sobre los hogares es opuesto si éstos son receptores o pagadores netos.

manufacturera, la construcción y el transporte dentro del régimen regular, pues este tipo de importaciones por parte de los regímenes especiales de comercio se redujo.

Lo anterior va en línea con una mejora en la percepción empresarial³², la dinámica antes comentada del consumo de los hogares, así como las bajas e incluso negativas tasas de interés reales, que estarían impulsando la inversión en capital fijo. Es posible que este último factor también haya incidido sobre la evolución de los inventarios, pues dado el comportamiento del consumo privado y las expectativas de inflación, para el empresario puede ser más rentable colocar los recursos disponibles en activos reales en vez de activos financieros. Por tanto, en la coyuntura actual una situación como la descrita estaría abriendo un nuevo canal para incrementar el gasto interno.

Por último, para el 2007 se tiene previsto un crecimiento de las compras externas de 3,5% en términos reales (9% expresado en dólares estadounidenses corrientes), aproximadamente cinco p.p. menos que lo observado un año atrás. Este comportamiento estaría influido por el descenso en la compra de insumos por parte de los regímenes especiales de comercio, en línea con lo acontecido en los primeros cinco meses del presente año³³, toda vez que las importaciones regulares reflejarían la dinámica del consumo privado y la formación bruta de capital fijo, antes comentada.

³² De acuerdo con el índice empresarial de percepción de la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones de la Empresa Privada, que refleja la opinión de los empresarios sobre la situación de su empresa en el trimestre concluido más reciente (para estos efectos al I trimestre del 2007) y en el siguiente período (II trimestre del 2007).

³³ Las importaciones de bienes aumentaron 8,3,0% en los primeros seis meses del 2007 respecto a similar período del 2006, pero al desagregar los diferentes regímenes de comercio la evolución no fue uniforme. Así, la compra de materias primas y bienes de capital por parte de los regímenes especiales bajaron, mientras que las realizadas dentro del régimen regular aumentaron en 18,2%. En este último rubro destacan las compras de materias primas (principalmente para la manufactura y construcción), bienes de consumo final y bienes de capital.

La Política Monetaria en la Transición hacia un Esquema de Metas de Inflación 4

La literatura teórica y empírica muestra un acuerdo creciente acerca de que el principal objetivo de la política monetaria es el control de la inflación. De hecho, la inflación ha alcanzado los niveles más bajos desde 1960 en la mayoría de los países. Con esa meta en mente, es cada vez mayor el número de países que han introducido reformas en sus esquemas de política monetaria con el fin de asegurar los logros obtenidos en cuanto a la estabilidad de precios y fortalecer el crecimiento económico.

El Banco Central de Costa Rica ha venido trabajando desde hace varios años en las acciones necesarias para implementar gradualmente un esquema de política monetaria de Metas de Inflación. Como parte de estos esfuerzos se ha procurado continuar avanzando para tratar de cumplir las precondiciones más importantes de dicho esquema como son: i) anunciar de manera explícita una meta inflacionaria, ii) avanzar en el desarrollo de herramientas para el pronóstico y el entendimiento del fenómeno inflacionario así como en la modelación macroeconómica y en el estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, iii) publicación de informes en los que se señale el objetivo de la política monetaria y las medidas que se implementarán durante cada período, como por ejemplo el Programa Macroeconómico³⁴ y el Informe de Inflación, iv) procurar un mayor contacto de las autoridades superiores con los agentes económicos (conferencias de prensa y charlas en diversos foros) y, v) crear las condiciones para la reducción de las dos fuentes estructurales de expansión monetaria de nuestro país. Específicamente el abandono del régimen de paridad reptante (“minidevaluaciones”) y los

³⁴ Hasta el año 2006 el Banco Central publicó el Programa Monetario.

esfuerzos por capitalizar al BCCR, al menos por el componente inflacionario de su déficit financiero.

En la agenda de trabajo para migrar al nuevo esquema de política monetaria, quedan varios aspectos en los que se ha avanzado y otros que están en vías de desarrollo, los cuales se enumeran a continuación.

1. La transición desde los agregados monetarios hacia la tasa de interés como variable intermedia de la política monetaria

Hasta el 2006 el Banco Central de Costa Rica diseñó su esquema de política monetaria sobre la base del control de los agregados monetarios por medio de la elaboración y seguimiento de un Programa Monetario Anual. Este Programa, partía de los balances de situación de los bancos comerciales y del Banco Central para establecer la cantidad de dinero que debía circular en la economía que era consistente con el crecimiento esperado de la producción, una meta de inflación y el cambio deseado en el nivel de reservas monetarias internacionales, ello bajo el supuesto de que la demanda por dinero era estable.

En términos generales, el Programa Monetario Anual lo que hacía era establecer una meta de crecimiento para la liquidez en la economía nacional (emisión monetaria) que fuera compatible con la demanda por dinero de la economía y con el nivel deseado de reservas monetarias internacionales. Lo que se procuraba era que el Banco Central tuviera suficiente control sobre la variable intermedia (emisión monetaria) mediante el uso de sus instrumentos de control monetario, con el fin de propiciar cambios en los agregados monetarios que fueran consistentes con la evolución de las principales variables macroeconómicas y alcanzar con ello el objetivo deseado para el crecimiento de los precios internos.

Sin embargo, desde finales de la década de los ochenta y principios de los noventa se propició, tanto a nivel internacional como nacional, un desarrollo vertiginoso de innovaciones financieras, una mayor movilidad de los capitales en un contexto de apertura de la cuenta de capitales y fuertes procesos de desregulación financiera, que introdujeron inestabilidad en el comportamiento de la demanda por dinero que conllevó a una pérdida de control, por parte de los bancos centrales alrededor del mundo sobre la liquidez total en la economía. Esta pérdida de predictibilidad en la relación entre los agregados monetarios, el nivel de ingreso nominal y la tasa de inflación condujo a un replanteamiento de los esquemas de política basados en el control de agregados en el corto plazo.

Si bien se reconoce que existe una relación de largo plazo entre los excesos monetarios y la inflación; también la teoría monetaria contemporánea reconoce que en el corto plazo esta relación no necesariamente se cumple y que existen otras fuerzas que explican la dinámica del crecimiento en el índice general de precios³⁵.

Con el Programa Macroeconómico 2007-2008 el Banco Central de Costa Rica comenzó a hacer explícita la transición hacia el esquema de Metas de Inflación estableciendo sus objetivos inflacionarios para el 2007 y el 2008 y, al mismo tiempo, comenzó a disminuir el énfasis en los agregados monetarios como variable intermedia de la política monetaria.

Este menor énfasis se refleja en el hecho de que en dicho Programa Macroeconómico el Banco Central no hizo explícita ninguna meta cuantitativa para los agregados monetarios, tal y como era usual bajo los lineamientos del esquema anterior.

³⁵ Tales como las brechas de demanda agregada y las expectativas inflacionarias.

Bajo un esquema de Metas de Inflación el instrumento monetario mayormente utilizado ha sido la tasa de interés, y con su manejo se busca que sus movimientos se traduzcan en cambios en las tasas de interés de la economía que a su vez influyan sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos y, por ende, afecten el comportamiento de la demanda agregada en la economía y reducir por esta vía las presiones sobre los precios internos.

Esta tasa de política monetaria debe ser revisada periódicamente en función de la tasa de interés real y del desvío que muestren las expectativas de inflación de los agentes económicos en relación con el objetivo inflacionario establecido en el Programa Macroeconómico.

Con los cambios que se han empezado a introducir con el fin de cambiar la orientación de la variable instrumental de la política monetaria, el BCCR continuará con sus esfuerzos de mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés y de tratar de consolidar el funcionamiento de este instrumento como guía de la política monetaria tal y como debe ser bajo un esquema de Metas de Inflación.

2. Operaciones de Mercado Abierto (OMA) para defender la tasa de política monetaria (TPM)

En la actualidad, las operaciones de mercado abierto (OMA) por parte del Banco Central se realizan por medio de la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) en la Subasta Conjunta, la captación de depósitos en el Sistema de Inversiones de Corto Plazo (SICP) y en el sistema de depósitos electrónicos por Internet, mecanismo denominado Central Directo.

Bajo un esquema monetario sobre la base del control de los agregados monetarios, las OMA requeridas vendrían a ser las cantidades necesarias para que la expansión de liquidez por

parte del sistema financiero sea compatible con la demanda de dinero proyectada en la economía. De esta manera, si la expansión monetaria es mayor que la demanda prevista, se requeriría un incremento en las OMA o en el nivel de absorción por parte del Banco Central y viceversa, con tal de poder alcanzar el objetivo de inflación establecido en la programación macroeconómica.

El objetivo que persigue el Banco Central en materia de operaciones de mercado abierto cuando se haya completado la transición hacia el nuevo esquema de Metas de Inflación, es que ya no existirá un objetivo cuantitativo para los esfuerzos de absorción, sino que el objetivo será el enviar las señales de la postura de su política monetaria con cambios en la tasa de interés. De esta manera el banco central como prestamista de última instancia y ante situaciones de “liquidez escasa”, establecerá el costo marginal de los fondos para la banca comercial, lo cual se esperaría afecte el resto de tasas de interés de la economía.

3. Revisión y mejora de los instrumentos de política monetaria en poder del Banco Central de Costa Rica³⁶

Un esquema monetario basado en la utilización de la tasa de interés como instrumento fundamental de la política monetaria, requiere de un manejo activo de la liquidez por parte del Banco Central, ya que la tasa de interés de política debe variar únicamente cuando se desea enviar señales de un cambio en el tono de la política. Bajo este esquema, modificaciones no deseadas en la tasa de interés pueden no solo interferir con el mecanismo de transmisión de la política monetaria sino también provocar en los agentes económicos percepciones equivocadas respecto al desempeño futuro de la política por parte del Instituto Emisor e impedir que las

³⁶ Esta sección se basa en el documento “Propuestas para mejorar la gestión de la liquidez y la gestión de la deuda del Banco Central de Costa Rica”, DAE-011-07, División Económica, Banco Central de Costa Rica, abril del 2007.

expectativas de inflación se alineen con la meta del Banco.

Para que este nuevo esquema de intervención por parte del Banco Central de Costa Rica pueda implementarse, se está trabajando en los siguientes aspectos:

- Estimación de la intervención diaria del Banco Central en el mercado del dinero. Dicha estimación es necesaria para determinar la dirección y la magnitud en la cual el Banco Central debe inyectar o contraer liquidez del sistema financiero, para evitar que la tasa de interés del mercado del dinero se desvíe en exceso del objetivo de política monetaria. El Banco Central se encuentra desarrollando el proyecto “Esquema de intervención del Banco Central en el Mercado Interbancario (MIB)”, como parte de la estrategia institucional de migrar hacia un esquema monetario de Metas de Inflación³⁷.
- Diseñar nuevos instrumentos para la participación activa del Banco Central en los mercados del dinero. El propósito de la gestión de liquidez es contar con los instrumentos que le permitan al Banco Central tener una participación activa en los mercados de dinero para poder controlar la liquidez del sistema y así defender su tasa de interés objetivo.
- Implementar una plataforma de negociación en el Banco Central para el mercado de dinero. El propósito de esta plataforma tecnológica es contar con una canal directo de intervención en el mercado interbancario mediante el

³⁷ En el siguiente capítulo de este Informe, se analizará con mayor detalle el proyecto en cuestión.

cual el Banco Central pueda participar activamente con los nuevos instrumentos. Ello le permitiría al Banco Central dar un seguimiento más oportuno de las transacciones para definir con mayor precisión y agilidad el momento en que debe intervenir en el mercado ante desvíos importantes de la tasa de interés del mercado respecto a la tasa de interés objetivo.

4. Eliminar las fuentes estructurales de creación de liquidez en la economía

En diferentes ediciones del Informe de Inflación así como en otros foros de comunicación, el Banco Central de Costa Rica ha sido claro en establecer que las dos principales fuentes estructurales de desequilibrio monetario en la economía que en el largo plazo han sido factores que han explicado la inflación son: i) aquellas asociadas al déficit financiero del Instituto Emisor y ii) las relacionadas con el régimen cambiario.

i) Pérdidas del Banco Central: En términos generales, las pérdidas del Banco Central tienen su origen en el costo del cumplimiento de los objetivos asignados en su ley constitutiva³⁸. En el pasado existía multiplicidad de objetivos, en que la estabilidad interna competía en el corto plazo con la promoción del desarrollo económico del país, lo que facultó al Ente Monetario a conceder créditos a entidades públicas, financieras y no financieras con fines de desarrollo, de estabilización de precios y de fomento de la actividad agrícola e industrial, entre otras; muchas de estas operaciones originaron pérdidas significativas a la Institución.

³⁸ Véase “Pérdidas del Banco Central de Costa Rica: estudio comprensivo e impacto de las capitalizaciones parciales realizadas por el Gobierno de la República”, DM-239, División Económica, Banco Central de Costa Rica, julio 2006.

Estas operaciones, en su mayor parte, son de índole “cuasifiscal” pues implicaron explícita o implícitamente, la concesión de una gama muy amplia de subsidios cambiarios y de tasas de interés. Lamentablemente el Banco Central no actuó en su oportunidad con el suficiente grado de responsabilidad para controlar el crecimiento de estas operaciones cuasifiscales.

Posteriormente, también han incidido las crecientes necesidades de absorción monetaria, en gran parte, atendidas con operaciones de mercado abierto (OMA).

Si bien es cierto el Banco Central ha tomado algunas acciones en procura de reducir este desbalance, es claro que con los instrumentos disponibles no es posible reducir significativamente su déficit y, dada su naturaleza y magnitud, su solución requiere del apoyo del Estado.

En reconocimiento de esta imposibilidad, en los últimos años el Gobierno ha realizado pagos de deuda y capitalizaciones parciales al Banco Central en dos oportunidades: i) a partir de 1999, al amparo de lo dispuesto en el artículo 175 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) y ii) en octubre del 2004, atendiendo lo dispuesto en el artículo 175 bis de la misma ley.

Dado que aún quedaba un saldo autorizado por la Ley 7558 de alrededor de ¢ 85.000 millones, previo acuerdo entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda en el mes de abril del presente año, esta última institución acordó depositar mensualmente los fondos que le permitan completar el monto mencionado a más tardar el 31 de diciembre del 2007, de conformidad con el flujo de caja del Gobierno Central. En el Recuadro 4 que se adjunta se detalla los principales elementos y alcances de dicho

acuerdo de capitalización así como sus principales fundamentos metodológicos, los cuales fueron utilizados para estimar las necesidades de capitalización en función del efecto inflacionario, sobre un horizonte de tiempo determinado, de las pérdidas de la Institución.

Pese a estos pagos parciales de capitalización, el problema persiste y, por ende, se dificulta la convergencia de la tasa de inflación interna hacia las tasas que muestran nuestros principales socios comerciales.

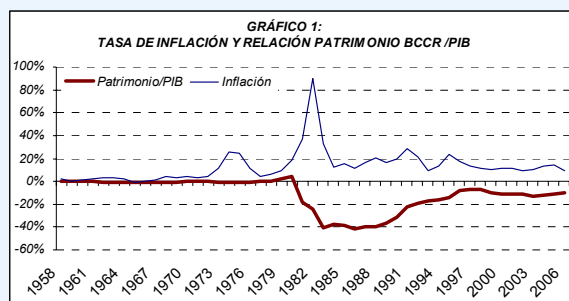
Con el objetivo de propiciar una solución definitiva a esta problemática, el Ministerio de Hacienda y el BCCR están trabajando en la redacción de un proyecto de capitalización, en el que el Gobierno capitalizaría al Banco por el componente inflacionario de su déficit financiero.

ii) Monetización originada en operaciones cambiarias: En lo que se refiere a la segunda fuente estructural de desequilibrio monetario originada en las operaciones ejecutadas por el Banco Central para anular la monetización originada en el mercado cambiario, cabe mencionar que los esfuerzos del Instituto Emisor en esta materia han estado estrechamente vinculados con las reformas ejecutadas desde el 17 de octubre del 2006 para propiciar un cambio del esquema de política monetaria en nuestro país.

Recuadro 4: El acuerdo de capitalización parcial del Banco Central de Costa Rica de abril del 2007

En el largo plazo, el fenómeno inflacionario en Costa Rica puede explicarse por la presencia de persistentes excesos monetarios, cuyo origen estructural se atribuye a dos fuentes principales: las pérdidas financieras de la Institución, originadas en operaciones cuasifiscales; y el efecto monetario de las operaciones del mercado cambiario, dado el régimen de tipo de cambio “fijo” que tradicionalmente ha prevalecido.

Estos elementos se reflejan en una situación patrimonial deficitaria del BCCR que, como se aprecia en el siguiente gráfico, parece que con excepción del choque petrolero de los años 70, guarda relación con la historia inflacionaria de las últimas cuatro décadas.



Ante esta situación, el Banco Central ha procurado adoptar las medidas tendientes a disminuir estas fuentes de creación de desequilibrios monetarios. Destacan los esfuerzos que en el pasado se han realizado para lograr una capitalización del BCCR, y las reformas que en materia cambiaria entraron a regir desde octubre del 2006.

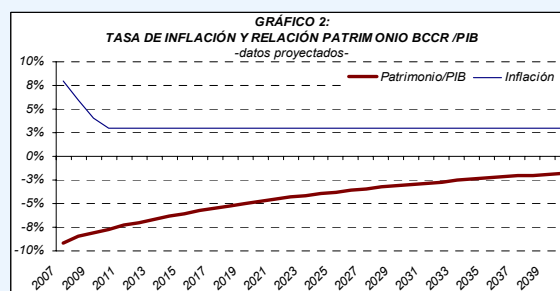
Durante los primeros meses del año 2007 se llegó a un acuerdo con el Gobierno, según el cual se capitalizará al BCCR por el valor presente del componente inflacionario de las pérdidas de la institución, esta capitalización tendrá lugar a lo largo del periodo 2007 – 2010.

Para aproximar el monto de capitalización requerido para contrarrestar el efecto inflacionario de las pérdidas, se realizó un ejercicio de proyección para el periodo 2007 a 2040, cuyo fundamento es el Modelo Monetario de Inflación³⁹.

Dada una meta para el crecimiento de los precios internos para cada uno de esos años, y partiendo de un conjunto de supuestos sobre variables como crecimiento real de la economía, inflación y tasas de interés externas, entre otras, se logra proyectar el déficit inflacionario del BCCR.

De acuerdo con este modelo el déficit financiero que genere el BCCR tendría efectos inflacionarios hasta el año 2023. Posterior a esa fecha el déficit podrá financiarse en su totalidad con los incrementos en la demanda por base monetaria.

El efecto inflacionario de las pérdidas del BCCR que se genera a lo largo del periodo 2007-2023 se expresó en valor presente y se dividió en cuatro tramos, los cuales representan los montos equivalentes por los que se capitalizará al Banco durante los años 2007 al 2010.



Como se observa en el Gráfico 2, este arreglo le permitiría al Banco mejorar su situación patrimonial y a la vez reducir la inflación.

La reducción de la relación pasivos con costo a PIB que la capitalización hace posible, incrementa los grados de libertad en su gestión de liquidez para controlar la inflación.

La posibilidad de trasladar recursos del Gobierno al Banco Central requiere la autorización expresa de una Ley.

En vista de ello, para hacer efectiva la capitalización correspondiente al primer año, el pasado 25 de abril del 2007, el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica firmaron un convenio mediante el cual, el Gobierno de la República cancela parcialmente pérdidas cuasifiscales asumidas por el Banco Central.

Este convenio se finiquitó al amparo de lo dispuesto en el artículo 175 bis de la Ley 7558.

Este artículo, adicionado en agosto del 2001⁴⁰, establece que el Ministerio de Hacienda pagará al Banco Central pasivos constituidos por la colocación de bonos de estabilización monetaria. El monto pagado será hasta por ciento ochenta mil millones de colones (¢180.000 millones).

³⁹ En el Informe de Inflación de Enero 2004, Capítulo 2, se desarrolla con detalle este modelo.

⁴⁰ Mediante Ley 8116, artículo 3, del 3 de agosto del 2001.

En el año 2004, el Ministerio de Hacienda canceló bajo esa autorización, cerca de noventa y cinco mil millones de colones (¢95.000 millones), lo que representó solo un 52,8% del monto máximo autorizado.

En esta oportunidad, el Gobierno decide trasladar en tramos mensuales en el periodo mayo – diciembre del 2007 una suma igual al monto remanente que autorizaba el artículo 175 bis de la Ley 7558, es decir ochenta y cinco mil millones de colones (¢85.000 millones).

Con la firma de este convenio, el BCCR se compromete a:

1. Utilizar los recursos provenientes de la capitalización en la reducción de presiones inflacionarias y utilizar los instrumentos de política del BCCR en forma consistente con la reducción de la inflación.
2. Presentar un informe ante el Consejo de Gobierno, en el primer trimestre del 2008, sobre el uso de estos recursos, junto como un análisis del comportamiento de la inflación durante el año 2007.
3. Conjuntamente con el Ministerio de Hacienda, presentar ante la Asamblea Legislativa un proyecto de ley que busque dar una solución de mediano plazo al problema inflacionario de las pérdidas del BCCR.

La aprobación de este proyecto de ley permitirá concretar el traslado de recursos por concepto de capitalización para los años subsiguientes.

Si bien es cierto se reconoce que el régimen de minidevaluaciones tuvo éxito en mantener una relativa estabilidad externa y posibilitó la inserción exitosa de la economía costarricense en los mercados internacionales, también redujo considerablemente la efectividad de la política monetaria que ejecuta el Banco Central y generó costos y vulnerabilidades en el sector financiero. La intervención esterilizada derivada de las operaciones cambiarias del Banco Central generó elevados costos financieros para la Institución, especialmente durante los últimos años, ante la persistencia de un mercado privado superavitario. La monetización derivada de la compra de divisas con propósitos de control cambiario obliga al Banco Central a realizar operaciones monetarias, como puede ser la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria, tendentes a contraer la expansión de los medios de pagos.

Dado que el fin último de la adopción del esquema de Metas de Inflación es aumentar la efectividad de la política monetaria para controlar la tasa de inflación, se vio la necesidad de otorgar una mayor flexibilidad en la determinación del tipo de cambio. En función de lo anterior, un elemento fundamental para poder empezar a implementar un sistema monetario de Metas de Inflación en Costa Rica, fue la reconsideración del régimen de política cambiaria de minidevaluaciones que se había venido aplicando desde principios de los años ochenta.

Con fundamento en lo dispuesto en la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, el Directorio de esta Institución acordó establecer, a partir del 17 de octubre del 2006, un régimen cambiario de bandas de tipo deslizante y de amplitud inicial

moderada pero creciente, como primera etapa del proceso de ir otorgando al mercado una mayor participación en la determinación del precio del dólar.

A partir de esa fecha y hasta el momento, el Banco Central considera que los resultados de la reforma han sido positivos. La transición ha ocurrido de manera ordenada, existe una mayor percepción en los agentes económicos del riesgo cambiario provocada por la incertidumbre en el comportamiento futuro del tipo de cambio, se ha promovido un proceso de desdolarización en la economía reflejado en una mayor preferencia por títulos en moneda nacional y una desaceleración del crédito en moneda extranjera e incluso una reducción de las posiciones propias en divisas de las entidades financieras.

Se debe reconocer, sin embargo, que todavía restan por lograrse otros efectos deseados de la medida, sobre todo aquellos encaminados a lograr una reducción de la intervención del Banco Central como comprador neto de divisas con los consecuentes efectos monetarios y también que se logre incentivar una demanda por instrumentos de cobertura del riesgo cambiario.

En línea con la evolución de estos acontecimientos fue que se acordó a partir del 31 de enero del presente año, la primera modificación a los parámetros de la banda. La pauta diaria de ajuste cambiario del techo se redujo de 14 céntimos de colón a 11 céntimos y el piso se fijó en un nivel de ¢519.16 por dólar.

En materia de consolidación de la reforma del régimen cambiario, el Banco Central continuará promoviendo la flexibilidad cambiaria siempre bajo las premisas anunciadas desde el inicio de la reforma de gradualidad y transparencia.

5. Consolidar el nivel de credibilidad del Banco Central de Costa Rica

Tal y como se ha mencionado en varias ediciones de este Informe, Metas de Inflación es un esquema de política monetaria en el que el Banco Central utiliza sus instrumentos de control monetario para estabilizar la tasa de inflación alrededor de un valor numérico previamente anunciado. Caracteriza a este régimen monetario el reconocimiento explícito de que una tasa de inflación baja y estable es el principal objetivo de la política monetaria, bajo un contexto de transparencia y comunicación con el público acerca de la relación entre las acciones de política monetaria y el logro de la meta de inflación preestablecida.

Para alcanzar la meta de inflación, el Banco Central deberá reducir las presiones de demanda agregada, conduciendo la brecha de producción (diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial) a un nivel compatible con la inflación meta. Asimismo, deberá anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos a la inflación meta. Por lo tanto, el ancla de este esquema monetario es la meta de inflación; pero ello requiere que el banco central cuente con una amplia y fuerte credibilidad.

La credibilidad del Banco Central es un aspecto central de este esquema y se aumenta fortaleciendo los canales de comunicación y la transparencia con el público así como minimizando las desviaciones entre la inflación observada y la meta establecida por el Banco Central.

Los procesos de comunicación con el público por parte de los bancos centrales en países con esquemas de Metas de Inflación son muy importantes en el tanto facilitan el entendimiento de la política misma. Para el público es muy importante comprender las acciones que lleva a cabo el Banco Central, no

solo por razones de legitimación democrática, sino también para el Banco Central con el fin de alcanzar una política monetaria más efectiva. Los procesos de comunicación exitosos se encuentran estrechamente relacionados con la capacidad para administrar las expectativas inflacionarias. Una mejor información por parte de los participantes del mercado acerca de las decisiones tomadas así como sus intenciones, podría aumentar el grado en el cual estas acciones pueden en realidad afectar las expectativas, incrementar la credibilidad en el Instituto Emisor y también la efectividad de la política monetaria.

El Banco Central es conciente de la importancia que tienen este tipo de políticas y seguirá en el futuro fortaleciendo los canales de comunicación con el público y utilizando sus documentos oficiales, como el Informe de Inflación y el Programa Macroeconómico, para establecer y fundamentar el rumbo de su política económica y, en el caso que lo amerite, explicar las desviaciones respecto a las metas y hacer explícitos los cambios correctivos necesarios para retomar el rumbo original.

La Gestión de la Liquidez Dentro de un Esquema de Metas de Inflación: Algunas Consideraciones para el Caso de Costa Rica

5

La gestión de la política monetaria requiere de diseño y ejecución. En el diseño se definen las metas finales, los objetivos intermedios (si procede) así como los indicadores y modelos de pronóstico que se emplearán para analizar el estado de la política. Por su parte, la ejecución se relaciona con los procedimientos empleados para implementar la política, dentro de los cuales están la definición del objetivo para la variable operativa y la selección de los instrumentos con los cuales se tratará de alcanzar dicho objetivo.

La gestión de la liquidez cae en el área de los procedimientos operativos de la política monetaria. En este capítulo se presentan los principales rasgos de los mecanismos empleados en los países con regímenes de metas de inflación para administrar la liquidez de la economía y se detallan algunas de las acciones en que se encuentra trabajando actualmente el Banco Central para mejorar sus procedimientos en este campo.

1. Gestión de la liquidez en países con metas explícitas de inflación

Los países que operan con regímenes de metas explícitas de inflación muestran varias características comunes en su forma de gestionar la liquidez. En términos generales, en estos países se establece un objetivo para la tasa de interés de corto plazo y se trata de que el mercado de dinero se equilibre a un tipo de interés cercano al objetivo.

El fin último de la política monetaria es mantener la inflación en un rango predeterminado, pero como el banco central no puede alcanzar esta meta en forma directa, lo hace a través de su influencia sobre las tasas de interés de corto plazo.

El banco central ejecuta su política en el mercado de reservas bancarias (cuentas de depósito de los bancos comerciales en el banco central), también conocido como mercado de efectivo. Para alcanzar el objetivo fijado para las tasas de interés de corto plazo, dicho organismo trata de afectar las condiciones que equilibran la oferta y la demanda en este mercado.

La demanda por reservas bancarias se origina en las necesidades de los bancos comerciales para cumplir el requerimiento de encaje (en los países en que existe dicho requisito) y para liquidar las operaciones que realizan entre sí y con el banco central. Por su parte, el acervo monetario está determinado por el banco central, que tiene la condición de único oferente de dinero primario, aunque también se ve afectada por factores fuera del control de este ente, comúnmente denominados autónomos, como por ejemplo la variación en los depósitos del Gobierno.

Como parte del proceso de gestión de la liquidez, los bancos centrales pronostican la posición neta de liquidez del sistema, considerando tanto los requerimientos de los bancos comerciales como los flujos netos de efectivo originados en los factores autónomos. Con base en esta estimación usan sus instrumentos de política para tratar de equilibrar el mercado de reservas bancarias a un nivel consistente con el objetivo fijado para la tasa de interés de corto plazo. La frecuencia de la intervención depende del grado de volatilidad de los factores autónomos de creación de dinero primario y del margen de error en el pronóstico de los requerimientos de liquidez de sistema.

El instrumento más empleado para fines de política monetaria son las operaciones de mercado abierto (compra y venta de títulos valores por parte del banco central). Cuando la posición neta de liquidez estimada es deficitaria, el banco central compra títulos del mercado para proveer el efectivo requerido y de esta forma impide que la tasa de interés aumente debido al faltante de efectivo. De igual modo, cuando se estima un exceso de fondos en el sistema, vende títulos para recoger el excedente, lo cual evita que la tasa de interés disminuya.

Por lo general las operaciones de mercado abierto se realizan bajo dos modalidades: compras y ventas de títulos en firme, y, principalmente, operaciones de reporto, que consisten en un acuerdo entre el comprador y el vendedor de un bono para volver a adquirir el título en una determinada fecha, a un precio convenido. Además algunos bancos centrales realizan intercambios de divisas (swaps) con el propósito de administrar la liquidez, los cuales son en esencia un reporto respaldado por divisas en lugar de títulos.

Normalmente estas operaciones son llevadas a cabo mediante subasta, lo cual significa que las ofertas se aceptan dependiendo del rendimiento solicitado por los participantes. Las modalidades más usadas para asignar las ofertas son la de precio único, en la cual todas las ofertas aceptadas reciben la misma tasa de interés y la de precio múltiple, en la que cada postura aceptada recibe la tasa de interés indicada en su oferta.

También con el fin de administrar la liquidez, algunos bancos centrales han establecido facilidades crediticias que se activan a discreción de los participantes en el mercado. En algunos casos estos mecanismos se complementan con alguna facilidad de depósito, donde los bancos comerciales pueden mantener sus excedentes de efectivo por períodos

usualmente cortos. La existencia de ambos tipos de mecanismos permite crear un corredor para la tasa de interés de corto plazo, en el cual el límite superior está dado por el tipo de interés de la facilidad crediticia y el límite inferior por la tasa pagada en la facilidad de depósito.

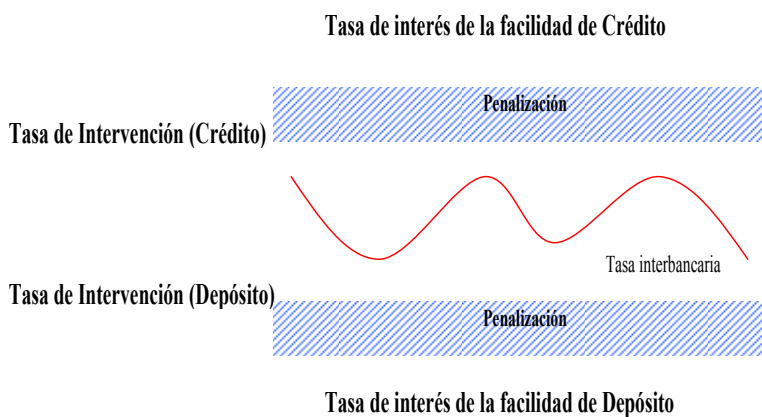
En algunos países estas facilidades se usan activamente como instrumento para indicar las intenciones de política, pero en otros su función es más bien la de servir como una válvula de seguridad para cubrir desajustes en la liquidez de los bancos al final del día.

2. *Esquema de intervención del BCCR en el Mercado Interbancario*

El BCCR se encuentra desarrollando un proyecto denominado *Esquema de Intervención del BCCR en el Mercado Interbancario*, el cual forma parte de la preparación que el Banco realiza previo a la adopción del esquema de política basado en metas de inflación. El objetivo general de dicho proyecto es diseñar un esquema de intervención del BCCR en el mercado interbancario, con el propósito de ejecutar una política monetaria basada en el control de la tasa de interés en un esquema monetario de metas de inflación.

Lo anterior debido a que los mecanismos que tiene actualmente el BCCR para ejercer control sobre los medios de pago no le permiten separar el manejo de la liquidez de corto plazo de la gestión de la deuda. En este sentido, se pretende diseñar un esquema de intervención que le permita al BCCR controlar la tasa de interés de la facilidad a un día plazo e indicar el tono de la política monetaria mediante modificaciones en dicha tasa. Se espera que este cambio le permita a la Institución ejecutar su política monetaria de forma activa por medio de la compra y venta temporal de instrumentos de muy corto plazo.

Dicha intervención requiere del diseño de un ejercicio diario de seguimiento de la liquidez interbancaria, con el cual se pretende medir la magnitud y dirección de esa intervención. Además, dado que al Banco le interesa que el nivel de la tasa de interés de la facilidad a un día plazo afecte las decisiones de los agentes económicos, debe evitar fluctuaciones no deseadas en la tasa de interés interbancaria en el muy corto plazo, lo cual requiere de un seguimiento diario de las condiciones de liquidez del sistema financiero. Lo anterior no solo con el fin de corregir si fuera necesario el planeamiento mensual, sino para efectuar las intervenciones en dicho mercado en el caso de que se presenten factores autónomos de muy corto plazo que puedan desviar la tasa de interés interbancaria de la trayectoria deseada.



Ahora bien, el BCCR podría utilizar, al menos dos mecanismos para el control integral de la liquidez. Uno de ellos se refiere a la estabilización de las tasas de las operaciones interbancarias en un determinado rango, el cual estaría dado por: 1) una tasa de interés activa de intervención a la cual los bancos del sistema podrán tener acceso a los recursos que el BCCR ponga a disposición del mercado; 2) una tasa de interés pasiva de intervención a la cual los bancos comerciales podrán colocar los recursos en exceso durante la jornada.

El BCCR utilizaría tanto la tasa de interés de intervención activa como la pasiva en aquellas operaciones que por iniciativa suya se pacten con los intermediarios participantes en el mercado durante el día. Por consiguiente, dichas tasas son las que el Banco defendería con el propósito de que sus señales de política por medio de la tasa de interés, se transmitan al mercado financiero.

Como complemento al corredor de tasas de interés para las operaciones diarias de control de liquidez, la Institución podría ofrecer facilidades de crédito y depósito a las cuales los participantes del Mercado Interbancario puedan acudir si al final del día mantienen excesos o faltantes de liquidez. Sin embargo, el BCCR pretende que los participantes del mercado realicen sus operaciones en dicho mercado apegándose al horario y las condiciones normales de operación. Por tanto, estas facilidades de crédito y depósito se ofrecerían a tasas de interés que implicarían un mayor costo financiero para los bancos (penalización), las cuales se realizarían exclusivamente por iniciativa de los bancos comerciales.

Con este mecanismo el BCCR buscaría controlar en forma total la liquidez a través de las operaciones que se realizarían al final del día, de manera que no impliquen presiones adicionales sobre las tasas de interés diarias de las operaciones normales en el Mercado Interbancario.

3. Acciones por realizar para ejecutar un adecuado esquema de intervención

Para implementar un esquema de intervención como el descrito, el BCCR debe realizar las siguientes acciones:

i) Separación de operaciones para financiar deuda y gestión de liquidez: Bajo el esquema actual, el Banco Central realiza absorción monetaria tanto para atender su deuda como para satisfacer los requerimientos de liquidez, sin embargo, no existe una distinción entre los objetivos de dichas intervenciones del BCCR.

Tal separación implicaría identificar los requerimientos de absorción para las operaciones relacionadas con la gestión de la deuda del BCCR y para las operaciones de intervención en el mercado de liquidez. Por lo anterior, el Banco necesita estimar la liquidez necesaria en el sistema financiero, con el fin de que la tasa de interés interbancaria se mantenga en un nivel similar a la tasa de interés de la facilidad de depósito a un día plazo. Esta labor forma parte del proyecto *Esquema de Intervención del BCCR en el Mercado Interbancario* anteriormente mencionado.

ii) *Desarrollo del Mercado Interbancario:* El Mercado Interbancario presenta una serie de características que impiden la ejecución de un esquema de intervención como el planteado, la principal de ellas es el tipo de colaterales utilizados en las operaciones interbancarias⁴¹ y el hecho de que no se puedan utilizar otros tipos de instrumentos como colaterales⁴², lo cual impide a los bancos que necesitan financiamiento y no tienen títulos de deuda, poder obtenerlo.

La forma en que opera el Mercado Interbancario implica que se deberán hacer ajustes en la normativa acerca de su funcionamiento, con el fin de implementar el esquema de intervención indicado.

iii) *Integración y profundización de los mercados de dinero:* Si bien el Mercado Interbancario ha contado con un ritmo de actividad relativamente importante, carece de profundidad si se le compara con los mercados de negociación de instrumentos bancarios, como por ejemplo el mercado de

⁴¹ Actualmente en el Mercado Interbancario solo están permitidas las operaciones colaterizadas con títulos del Gobierno y del BCCR a más de 65 días al vencimiento, lo cual impide la posibilidad a los bancos de realizar operaciones de gestión de liquidez a muy corto plazo (por ejemplo a menos de 5 días hábiles), en caso de que no cuenten con una cantidad de títulos públicos a más de 65 días al vencimiento.

⁴² Por ejemplo los certificados de depósitos a plazo en moneda nacional, los certificados de depósito en moneda extranjera, los depósitos electrónicos a plazo, etc.

compra y venta de Certificados de Depósito a Plazo (CDP) y Certificados de Inversión (CI) en la Bolsa Nacional de Valores (BNV).

Lo anterior es una limitante importante para ejecutar el esquema de intervención planteado, puesto que se necesita que la liquidez entre el Mercado Interbancario y los mercados de negociación de instrumentos bancarios fluya, cosa que se lograría en un sistema financiero más profundo y desarrollado.

Otro elemento que entorpece el funcionamiento del esquema de intervención es la segmentación de los mercados de liquidez, lo cual hace que las señales de política por medio de la tasa de interés se transmitan al Mercado Interbancario y los otros mercados de forma poco clara. En este sentido, la ejecución exitosa del esquema de intervención propuesto requiere que la estructura de tasas de interés entre los mercados sea muy similar, con el fin de que las señales de política se transmitan con claridad.

1. Proyecciones Combinadas para Diciembre del 2007 y 2008

La proyección media de la combinación de proyecciones de inflación indica que el crecimiento de los precios internos sería de 7,9% en el 2007, y 7,6% en el 2008 (ver cuadro adjunto)⁴³.

Estas proyecciones constituyen un promedio ponderado de los pronósticos obtenidos con base en una batería de modelos de inflación, donde las ponderaciones están determinadas por los errores de pronóstico de los modelos, de manera que el modelo que proyecte mejor la inflación tiene mayor ponderación y viceversa.

Las ponderaciones de los seis modelos utilizados para realizar la combinación de proyecciones son: ARMA (autoregresivo de medias móviles) con 2,2%, VAR (vectores autoregresivos lineales) con 2,1%, Petróleo (vectores autoregresivos no lineales) con 5,7%, ingenuo (pasado reciente del IPC) con 55%, Pass Through (traspaso del tipo de cambio a precios) con 5% y Fiscal (títulos de propiedad del Gobierno Central) con 30%.

Los supuestos relevantes bajo los cuales descansan dichas proyecciones son los siguientes:

- iii) La tasa de interés mundial⁴⁴ se estima en 4,6% durante el horizonte de proyección.
- iv) El precio promedio del barril del petróleo⁴⁵ se estimó en \$69 para el 2007 y 2008.

Cuadro 1. Proyecciones combinadas de inflación interanual a diciembre 2007 y diciembre 2008 y sus actualizaciones

	Límite inferior (por ciento)		Media	Límite superior (por ciento)	
	90	50		50	90
Con información al mes de:					
Inflación interanual a diciembre 2007					
Diciembre 2005	10,3	11,3	11,9	12,6	13,5
Enero 2006	9,6	10,6	11,3	11,9	12,7
Febrero 2006	9,7	10,6	11,2	11,9	12,8
Marzo 2006	9,1	10,0	10,7	11,4	12,5
Abril 2006	8,7	9,7	10,4	11,0	12,0
Mayo 2006	9,2	10,0	10,6	11,2	12,1
Junio 2006	9,4	10,4	11,0	11,6	12,4
Julio 2006	9,4	10,2	10,8	11,4	12,2
Agosto 2006	9,1	10,0	10,6	11,2	12,0
Setiembre 2006	8,9	9,7	10,4	11,0	11,7
Octubre 2006	8,0	8,9	9,5	10,1	11,0
Noviembre 2006	7,5	8,4	9,0	9,6	10,3
Diciembre 2006	7,6	8,4	8,9	9,5	10,3
Enero 2007	6,4	7,3	8,0	8,6	9,4
Febrero 2007	6,0	6,9	7,5	8,2	9,0
Marzo 2007	6,6	7,4	8,1	8,7	9,6
Abril 2007	7,3	8,1	8,6	9,2	10,1
Mayo 2007	6,7	7,6	8,2	8,8	9,5
Junio 2007	6,6	7,3	7,9	8,4	9,3

Nota. Las proyecciones combinadas se obtienen de promediar las proyecciones de los modelos ARMA, VAR, Petróleo, Ingenuo, Pass Through y TP. Este último se incluye a partir de abril de 2004.

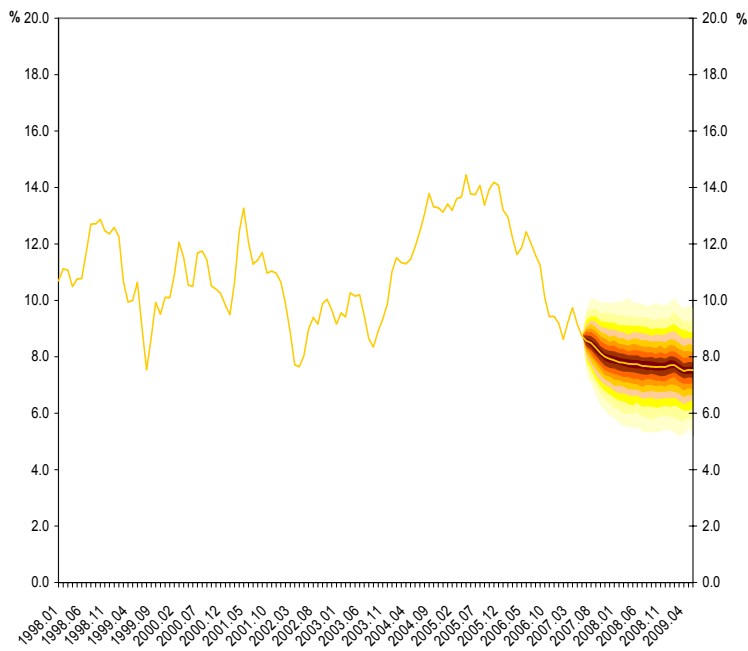
	Límite inferior (por ciento)		Media	Límite superior (por ciento)	
	90	50		50	90
Con información al mes de:					
Inflación interanual a diciembre 2008					
Diciembre 2006	7,9	8,7	9,3	9,9	10,8
Enero 2007	6,5	7,4	8,0	8,6	9,5
Febrero 2007	6,1	7,1	7,7	8,3	9,2
Marzo 2007	6,4	7,3	7,9	8,5	9,4
Abril 2007	6,8	7,7	8,4	9,0	9,9
Mayo 2007	6,4	7,4	8,0	8,7	9,6
Junio 2007	6,1	7,0	7,6	8,3	9,2

⁴³ Las últimas proyecciones de realizaron con información observada a junio, 2007.

⁴⁴ Se toma como referencia la tasa de las Letras del Tesoro de los Estados Unidos a 90 días.

⁴⁵ El precio medio por barril de petróleo corresponde al Brent, que es uno de los petróleos crudos más importantes y su precio en el mercado internacional, debido a factores de calidad, es inferior al del West Texas Intermediate (WTI); sin embargo, los precios de ambos crudos muestran cambios porcentuales en el tiempo muy similares.

Figura 1 : Combinación de Proyecciones de Inflación
-tasas interanuales-



Alternativamente, los resultados de la combinación de proyecciones de inflación se muestran en el diagrama de abanico adjunto, el cual representa la probabilidad de las proyecciones de inflación para los 24 meses siguientes⁴⁶.

A pesar de estos resultados, el Banco Central considera que debe mantener el objetivo inflacionario en los mismos términos planteados a inicios del 2007, es decir, un 8% para el 2007 y 6% para el siguiente año, por cuanto la inflación de mediano y largo (ISI) muestra un comportamiento acorde con este objetivo y el desvío observado en el IPC responde a choques de oferta externos difíciles de neutralizar con acciones de política. Por tanto, considera recomendable mantener el curso de acción de las políticas monetaria y cambiaria aplicadas hasta la fecha.

2. Balance de Riesgos

El BCCR establece la meta inflacionaria con base en una serie de supuestos que condicionan su cumplimiento, pues la ocurrencia de algunos de los elementos determinantes es incierta y, por tanto, constituyen un riesgo de su logro. Los principales factores que condicionan el cumplimiento de la meta inflacionaria para el 2007 y 2008 son:

- i) Comportamiento del precio internacional del petróleo: recientes señalamientos de los analistas internacionales indican como factores que podrían estar presionando hacia arriba los precios del petróleo los siguientes: el bajo nivel de inventarios de gasolina estadounidense en momentos de una fuerte

⁴⁶ La banda más oscura abarca un 10% de probabilidad e incluye la proyección media. Cada una de las siguientes bandas cubre una probabilidad adicional del 10%, hasta que se alcance el 90% de la distribución de probabilidad. Las bandas se amplían en el horizonte de proyección debido a un incremento en la incertidumbre de los resultados.

demanda, una posible huelga de trabajadores petroleros de Brasil y la resistencia de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) a incrementar su oferta.

Sin embargo, algunos analistas señalan como el principal factor que podría apuntalar el mercado en los próximos meses es el bajo nivel de inventarios de Estados Unidos, tanto para crudo como para gasolina. Por ejemplo, los inventarios de gasolina se ubicaron a finales de junio de este año en unos 203 millones de barriles, es decir 12 millones de barriles menos que en igual período del 2006. Si bien las refinerías estadounidenses incrementaron su tasa de actividad, funcionando al 89,4% de su capacidad, aún se mantienen por debajo de su nivel habitual. En este sentido, dado que posiblemente las reservas de gasolina no van a incrementarse en todo el verano y si la demanda continúa aumentando en los próximos meses, podría haber una presión al alza en dichos precios.

Otros analistas más bien consideran que en el mercado hay suficiente suministro de combustible y atribuyen los elevados precios a una capacidad de refinación limitada, así como a factores políticos, entre los que sobresale la creciente tensión entre Estados Unidos e Irán por su programa nuclear.

ii) El precio de las materias primas: algunas materias primas tales como el maíz, la soya y el arroz, están evidenciando incrementos importantes en sus precios, debido a la creciente demanda internacional por biocombustibles tales como etanol y biodiesel.

Lo anterior podría tener incidencia en la evolución de la inflación interna tal como ha ocurrido en el pasado. Cabe recordar que el precio de estas materias primas no solo tiene un efecto directo en el Índice de Precios al

Consumidor (IPC), sino que también incide indirectamente sobre el precio de otros productos, como por ejemplo el de los alimentos de animales y también el precio de los productos pecuarios de consumo final (por ejemplo la carne de res, de pollo y los huevos).

iii) La disciplina fiscal: continuará como un factor importante en el logro de la meta de inflación del 2007.

iv) Los flujos de capital: puesto que se prevé que los flujos externos observados hasta la fecha han sido mayores a lo previsto, lo cual podría constituir una fuente de presión para el gasto interno, en el tanto el Banco Central no compense el efecto monetario asociado a estas operaciones. No obstante, se considera que parte de estos recursos podría provenir de un cambio en la composición por moneda de la riqueza financiera de los residentes, en cuyo caso no se estaría en presencia de elementos inflacionarios.

v) Alta disponibilidad de fondos prestables: por parte de los intermediarios financieros, particularmente los bancos comerciales, lo cual podría materializarse en presiones de demanda (por el lado del consumo y la inversión del sector privado) y por ende mayores presiones inflacionarias.

vi) Falta de una Ley de Capitalización parcial para el 2008: la cual busque compensar al menos el efecto inflacionario de las pérdidas de la Institución. Dicha situación reduciría las posibilidades de alcanzar la meta de inflación en el 2008 y la convergencia hacia las inflaciones de los socios comerciales en el mediano plazo.

Índice Histórico de Recuadros del Informe de Inflación

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

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

TITULO	FECHA
38. Por qué se descarta la dolarización oficial?	Julio 2005
39. Mecanismos de transmisión de la política monetaria	Enero 2006
40. Naturaleza de los sistemas de bandas cambiarias	Enero 2006
41. Mercado de Cambios en Costa Rica	Julio 2006
42. Derivados Financieros: ¿Qué son los mercados de cobertura cambiaria?	Julio 2006
43. El Producto Potencial y La Brecha del Producto	Enero 2007
44. El Régimen de Banda Cambiaria en Costa Rica	Enero 2007
45. Tasa de Interés Real Neutral de la Economía.	Enero 2007
46. Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral del Banco Central de Costa Rica.	Enero 2007
47. Las Encuestas de Expectativas Económicas en el Banco Central de Costa Rica.	Enero 2007