PROGRAMA MACROECONÓMICO 2007-2008

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
Enero 2007

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

MSC. Guillermo Zúñiga Chaves

Vicepresidente

MAE Jorge Alfaro Alfaro

Directores

Lic. Hilda Pepita Echandi Murillo

MEE José Eduardo Angulo Aguilar

Dr. Bernal Jiménez Chavarría

Lic. Rodrigo Oreamuno Blanco

El inciso b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) establece el compromiso de la Institución de publicar el programa monetario con el fin de procurar la consecución del objetivo que le asigna su ley constitutiva.

En cumplimiento de lo anterior, se presenta un diagnóstico de la situación económica reciente así como las acciones que en materia monetaria y cambiaria pretende ejecutar el Banco Central en los próximos meses, bajo el entendido de que procederá a modificar dichas acciones en respuesta a los cambios introducidos en otros campos del quehacer económico. En este sentido, informará oportunamente al público de estas modificaciones y promoverá la transparencia en procura de lograr una adecuada formación de expectativas de los agentes económicos.

CONTENIDO

1.	Resultados macroeconómicos del 2006	1
2.	Política monetaria y cambiaria en el 2006	6
3.	Política monetaria y cambiaria para el período 2007-2008	8

1. Resultados macroeconómicos del 2006

En el 2006 destacan, por una parte, la satisfactoria evolución de los principales indicadores económicos y, por otra, la modificación, luego de 22 años, del régimen cambiario con el propósito de mejorar la efectividad de la política monetaria, siempre en procura de lograr la estabilidad interna y externa del colón. El detalle de los principales resultados del 2006 se presenta a continuación:

a. Inflación

El Programa Monetario para el 2006 planteó como objetivo una inflación de 11%, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor[1] (IPC), ello implicaba bajar el ritmo inflacionario en más de tres puntos porcentuales (p.p.) en relación con lo observado un año atrás. En diciembre del 2006 los resultados fueron más que satisfactorios pues la inflación alcanzó un 9,43%, cifra que no solo es inferior a esa meta, sino también el menor resultado de cierre de año registrado desde 1993. La desaceleración en los precios internos se debió, principalmente, a la reducción del efecto de choques externos e internos, la menor devaluación del colón respecto al dólar estadounidense y la disciplina fiscal observada antes y después del cambio de gobierno[2], todo lo cual reforzó el comportamiento a la baja de las expectativas inflacionarias, las que a su vez contribuyen, en el corto plazo, a reducir la inflación que efectivamente se manifiesta en el IPC.

El índice de precios de bienes transables, que comprende aquellos afectados en forma directa e indirecta por los precios internacionales y por el tipo de cambio, creció un 9,5% (18% un año atrás)[3]. Por su parte, la variación en el precio de los bienes y servicios no transables, cuya determinación está vinculada con factores de demanda interna también se moderó y registró una tasa de 9,8% al cierre del 2006, casi tres p.p. menos que el año previo. Si bien, como se indica más adelante, las presiones de demanda estuvieron presentes en el 2006, éstas no necesariamente se manifestaron en presiones inflacionarias, pues una porción importante de esta demanda fue atendida con bienes importados. Otro elemento que atenuó el crecimiento de los precios internos en el 2006 fue el ciclo favorable observado (de alta oferta) en la producción agrícola, que llevó a una caída de 10 p.p. en el crecimiento del precio de estos productos con respecto al 2005, cuando aumentó un 14%. El ritmo

---

[1] El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC) cuantifica a partir de julio de 2006 un nuevo IPC (la base para su cálculo es julio del 2006). El enlace del nuevo IPC con la serie anterior se realizó por medio de un coeficiente que transforma la serie base enero 1995 o anteriores a la base julio 2006. Este enlace mantiene las variaciones del índice previas a la transformación.

[2] Una de las manifestaciones de la disciplina fiscal fue el incremento en los depósitos del Gobierno en la Institución, elemento que apoyó la tarea de absorción monetaria por parte del Banco Central. Al cierre del 2006 el saldo de estos depósitos en moneda nacional mostró un incremento de más de un 80% con respecto al 2005 y, alcanzó un 1,1% del PIB.

[3] En este comportamiento incidió:

i) El retorno de la tasa de variación del precio del café a niveles históricos, pues en 2005 esta fue extremadamente alta, y generó un alza en el precio de este insumo para los torrefactores nacionales.

ii) La desaceleración de la cotización de los combustibles en el mercado internacional (42% y 20% en el 2005 y 2006, en ese orden, tomando como referencia el precio medio por barril de petróleo correspondiente al Brent), que se tradujo en un incremento del precio interno 8,2 p.p. inferior al resultante en el 2005. El café y los combustibles determinaron casi un 20% de la reducción en la variación del IPC en el 2006.

iii) El tipo de cambio del colón respecto al dólar estadounidense creció cuatro p.p. menos que en el 2005, reduciendo el efecto traspaso que movimientos en el tipo de cambio tienen sobre los precios internos.

inflacionario subyacente[4] también mostró una tendencia a la desaceleración, al pasar de 14,6% en diciembre del 2005 a 10,6% un año después. La disciplina fiscal y las medidas de política monetaria y cambiaria aplicadas por el BCCR, se considera contribuyeron a desacelerar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, un componente importante en la determinación del ritmo inflacionario en el corto plazo.

b. Producción y demanda agregada

La actividad económica se estima creció un 7,9% en términos reales, tasa alta si se compara con la observada en el 2005 y con la tasa de crecimiento anual del producto potencial de la economía costarricense que se estima en 4,3%. Desde el punto de vista de las actividades productivas, en el 2006 el principal aporte al crecimiento provino de las industrias "manufacturera", "transportes, almacenaje y comunicaciones" y "agropecuaria", en ese orden. En el caso de la manufactura el dinamismo fue generalizado, en la industria de "transportes, almacenaje y comunicaciones" se explica su comportamiento por el incremento de los servicios de comunicaciones (internet y telefonía celular), en tanto que en el agro destacaron la producción de piña y banano.

La dinámica de la actividad económica se caracterizó por la confluencia de factores coyunturales que, particularmente, incidieron de manera favorable sobre la oferta de bienes exportables, así como otros de carácter más permanente. Los elementos transitorios denotaron un mayor aporte al crecimiento, por lo que al irse mitigando en el futuro próximo es de esperar reduzca la brecha de producto observada, ello en el tanto las presiones de demanda, también observadas en el 2006, continúen encontrando escape por la vía de las importaciones o cedan ante la influencia de la política monetaria aplicada.

Desde la óptica del gasto, el incremento en la demanda externa y, en menor magnitud, de la demanda interna por bienes y servicios producidos localmente, explican el elevado crecimiento económico. La mayor demanda externa se concentró en los bienes agrícolas y manufacturas, pues los servicios turísticos más bien se estancaron en el 2006.

Por su parte, la demanda interna reflejó un aumento en el consumo privado, particularmente de bienes de origen importado (en especial de carácter duradero), así como un mayor incremento en la formación bruta de capital fijo. Entre las razones que podrían explicar la evolución del consumo privado destacan: el aumento en términos reales del ingreso familiar[5], la baja en las tasas de interés reales en moneda nacional (tanto activas como pasivas) y una mejora en la confianza de los consumidores en la economía nacional[6]. Por su parte, el incremento de la inversión en capital fijo respondió tanto a nuevas construcciones (particularmente vivienda) como a la adquisición de maquinaria y equipo[7].

---

[4] Este indicador intenta capturar la tendencia de mediano plazo de la inflación, toda vez que en su construcción se excluye del IPC los bienes y servicios cuyo precio es más volátil, al estar afectado por factores coyunturales, estacionales o choques de oferta.

[5] Según la Encuesta de Hogares de Propósitos Múltiples, en el 2005 creció 3,5% y 7,1% en el 2006.

[6] De acuerdo con la Encuesta de Confianza del Consumidor de noviembre del 2006, el indicador alcanzó su nivel más alto desde setiembre del 2002, mejoría que se dio en todos los niveles de educación, ingreso y gasto discrecional.

[7] El comportamiento de la inversión podría responder a la mejora en la confianza de los empresarios en relación con la demanda futura. 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 la empresa en el trimestre anterior a la encuesta, subió en el 2006, particularmente en el IV trimestre de ese año.

La brecha positiva con respecto al producto potencial se estima ha estado presente desde junio del 2005, lo que tiende a confirmar la presencia de excesos de demanda que podrían, eventualmente, derivar en presiones inflacionarias. Sin embargo, estas presiones de momento no se han manifestado con todo su potencial pues parte de ese exceso de gasto ha sido canalizado por la vía de las importaciones[8].

c. Operaciones con el resto del mundo

A pesar de que los términos de intercambio mostraron un nuevo deterioro en el 2006, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos en términos del PIB fue similar al del año previo (4,9%) y, el país contó con los recursos externos suficientes para financiarlo y acumular un monto importante de Reservas Internacionales (RIN).

Las ventas externas subieron 16,9%, explicadas, en buena medida, por el crecimiento de las exportaciones de banano, de productos no tradicionales como piña y melón, de productos industriales (alimentos y productos químicos) y de aquellas realizadas por empresas amparadas a regímenes especiales.

Las compras externas de bienes, por su parte, crecieron un 17,3%, impulsadas por las mercancías regulares y de regímenes especiales. En el primer grupo sobresale el incremento de 25,2% en la factura petrolera ($251,5 millones), propiciado por el aumento de 15,2% en el precio medio del cóctel de hidrocarburos ($9,3), así como de 10,9% en la cantidad demandada. Otros productos que dinamizaron las importaciones fueron los vehículos, los productos de hierro y acero, y los plásticos y sus manufacturas.

Si bien el aporte de servicios siguió siendo importante, el turismo no creció en el 2006 (15,6% en el 2005). No obstante, otros rubros como los servicios empresariales y los centros de atención telefónica (servicios informáticos y de atención al cliente) mantuvieron su tendencia creciente.

Pese a que el déficit en cuenta corriente se mantuvo elevado, Costa Rica continuó accediendo a mayores influjos netos de capital, sobretodo los orientados al sector privado (principalmente inversión extranjera directa), lo cual no sólo posibilitó el financiamiento de la brecha externa, sino también incrementó el nivel de RIN en poder del Banco Central en $1.034 millones ($802 millones al excluir la deuda de Nicaragua[9]). Así, al finalizar el 2006, el saldo de RIN ascendió a $3.115 millones, lo que representó un 14,1% del PIB y el equivalente a 4,6 meses de importaciones regulares.

---

[8] Debe tenerse en cuenta que, aún esa vía podría alimentar presiones inflacionarias en la medida en que una elevada demanda por productos importados podría exacerbar, en caso de mercados de distribución poco competitivos, los márgenes comerciales y con ello afectar el comportamiento de los precios internos.

[9] En diciembre 2006 la Junta Directiva dispuso reclasificar, a partir del último día hábil del 2006, el monto documentado de la deuda que Nicaragua mantiene con el país ($231,9 millones) incluido en el saldo de las reservas. Esta decisión tuvo sustento en que dicha deuda no cumple con las características requeridas para ser considerada activo de reserva, al carecer de las condiciones de liquidez y negociabilidad propias de estos activos.

d. Sector fiscal

En el 2006 las autoridades fiscales mantuvieron el carácter restrictivo de su política, el cual quedó de manifiesto en un resultado financiero del Sector Público Global Reducido (SPGR)[10] que, como proporción del PIB, fue menor al observado un año atrás (se estima un déficit 1,8 p.p. del PIB menor que el observado en el 2005). Esta mejora fue generalizada en todos los subsectores del SPGR.

En el caso del Gobierno Central los ingresos crecieron a una tasa mayor que los gastos, como resultado, entre otros de: un mejor control tributario que redujo la evasión fiscal[11], el crecimiento de las importaciones (en particular del volumen importado de petróleo y sus derivados), así como la aceleración de la actividad económica. Por su parte, los gastos crecieron moderadamente, en respuesta a una política salarial conservadora y a la reducción del flujo de intereses sobre la deuda pública[12].

El resto del Sector Público no Financiero Reducido se estima generará un superávit financiero de 1,7% del PIB, superior en 0,5 p.p al observado en el 2005. Este resultado reflejó la mejora en la posición financiera del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) y de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS)[13], efecto que más que compensó el deterioro en las finanzas de la Refinería Costarricense de Petróleo (RECOPE).

Por su parte el déficit base devengado del Banco Central ascendió a ¢131.347 millones, equivalente a un 1,2% del PIB, dos décimas menor que en el 2005, ello a pesar del mayor esfuerzo que debió hacer la Institución para desmonetizar los recursos provenientes de operaciones con el sector externo. Cabe señalar que en el 2006 se dio un cambio importante en la estructura del balance del BCCR, pues la relación de activos con rendimiento a pasivos con costo pasó de 0,8 en el 2005 a 1,08 en el 2006. No obstante, aún se mantiene el diferencial entre el costo medio de los pasivos y el rendimiento medio de los activos (el primero es más alto), por lo que, como ha sido característico en los últimos tiempos, la situación financiera de la Autoridad Monetaria en el 2006 estuvo altamente influida por el comportamiento de los costos de la gestión monetaria, dado el uso intensivo de operaciones de mercado abierto realizadas con títulos y otras obligaciones propias.

---

[10] 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).

[11] Destaca la entrada en vigencia 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.

[12] La disciplina fiscal llevó a menores requerimientos de financiamiento por parte del Ministerio de Hacienda, situación que unida a la aplicación del principio de "caja única del Estado", contribuyó a reducir el premio sobre los títulos fiscales y con ello las tasas de interés nominales domésticas. Lo anterior permitió resultados positivos en términos del pago de intereses, aún cuando el Gobierno amplió el plazo de sus títulos con el fin de bajar el riesgo de refinanciamiento.

[13] Con información al mes de noviembre del 2006, en el caso del ICE fue producto del efecto conjunto de un mayor ingreso por ventas de energía local (crecieron 34% y 20% en el 2006 y 2005, en ese orden) y una caída en los gastos de 16,2% (básicamente de capital). Por su parte la situación de la CCSS, a esa misma fecha, reflejó el aumento en la recaudación por cuotas patronales, ante una mejora en inspección y gestión de cobro, así como una mayor renta de factores, resultado de un incremento de más del 50% en el saldo de títulos públicos.

e. Sector monetario

Al cierre del 2006 los principales agregados monetarios mostraron tasas de crecimiento superiores a las observadas en años previos. Particularmente la emisión monetaria aumentó un 24,4% (21,5% como promedio anual de saldos diarios), ambas tasas superan el incremento en el producto nominal y en cerca de cinco p.p. la variación observada un año atrás. Entre los elementos que podrían explicar esta mayor demanda por numerario están: i) la disposición de la Junta Directiva de mejorar el control del encaje en aquellas entidades que disponen del servicio de custodias auxiliares de numerario, lo que llevó a una mayor demanda de numerario por parte de la banca comercial a partir de noviembre del 2005; ii) el dinamismo de la actividad económica, que pudo haber incrementado la demanda de dinero por motivos transaccionales; iii) la reducción en las tasas de interés nominales en el mercado local, que bajó el costo de oportunidad de mantener activos muy líquidos y; iv) un incremento en la confianza en el colón, dada una menor inflación y, recientemente, la mayor incertidumbre cambiaria por la introducción del esquema de bandas.

Durante el período en comentario el BCCR tuvo una participación activa como comprador neto de divisas en el mercado privado de cambios, aún en los últimos tres meses del año, lapso en el cual operó el esquema de bandas cambiarias[14]. Ello, unido al efecto expansivo del déficit de la Institución, requirió de incrementos en las operaciones de mercado abierto con el fin de neutralizar estos efectos monetarios; esta tarea de absorción monetaria contó con el apoyo del Gobierno que incrementó sus depósitos en la Institución.

Además, en el 2006 los agregados monetarios mostraron indicios de un incipiente proceso de desdolarización de la economía costarricense. Contrario a la tendencia observada en los últimos doce años, el 2006 marca un punto de inflexión donde los agentes económicos revierten su preferencia en favor de instrumentos financieros denominados en dólares. Este comportamiento también quedó reflejado en la evolución del crédito al sector privado concedido por la banca comercial.

Ambas situaciones, una mayor preferencia por activos financieros denominados en colones y un menor incremento porcentual en el crédito en dólares comparado con las operaciones en moneda nacional, reflejan una mayor internalización del riesgo cambiario, pues permite que tanto ahorrantes como prestamistas realicen una valoración más objetiva de su capacidad de enfrentar un choque cambiario, todo lo cual tiende a reducir el riesgo moral inherente al sistema de minidevaluaciones[15].

Por último, en el 2006 el crédito total del sistema bancario creció un 19,3%[16]. Durante este período el efecto expansivo del crédito concedido al sector privado (cuyo saldo creció un

---

[14] Bajo el esquema de bandas se espera una mejora en la efectividad de la política monetaria, pues al ampliarse gradualmente la diferencia entre el precio de compra y de venta del dólar por parte del BCCR surgirán oportunidades de negociación entre las entidades, lo que, en principio, reduce la participación del BCCR en ese mercado.

[15] En el 2006 las tasas de interés nominales activas de la banca comercial en dólares, en promedio, subieron 1,3 p.p. mientras que las respectivas para operaciones en colones presentaron una reducción de 1,5 p.p. Por su parte, la disminución de la tasa activa nominal en colones superó la baja en las tasas pasivas nominales en moneda nacional. Lo anterior va en línea con la intención de los intermediarios financieros de reducir su exposición al riesgo cambiario.
En lo que respecta a las tasas de interés pasivas reales, estas también presentaron un comportamiento a la baja en el 2006, particularmente a partir del segundo cuatrimestre del año. Mientras en el 2005 el valor medio de este indicador alcanzó un 1,89%, en el 2006 fue de 0,92%. En su construcción se tomó como referencia la tasa básica pasiva y la inflación esperada para los próximos doce meses, esta última obtenida de las encuestas sobre expectativas de inflación que realiza el Banco Central.

[16] El saldo de las operaciones en moneda extranjera está valorado al tipo de cambio de cierre.

27,7%) fue parcialmente compensado con una disminución del financiamiento al sector público (22,7%), consecuencia principalmente de un mayor monto de depósitos del Gobierno en el sistema bancario. Esta situación reflejó la mejora continua de las finanzas públicas, y por tanto redujo las presiones que sobre el gasto interno generó el financiamiento al sector privado.

f. Tipo de cambio

Hasta el 16 de octubre del 2006 el BCCR aplicó una política cambiaria sustentada en el esquema de minidevaluaciones. El ajuste promedio diario en el tipo de cambio nominal de 13 céntimos en estos nueve meses y medio significó un incremento del precio del dólar y una devaluación nominal del colón de 5,2% y 4,9%, respectivamente. Bajo el nuevo régimen el tipo de cambio al público (mercado "minorista") registró una apreciación nominal del colón de 0,8%, al ubicarse el precio relativo de la divisa, medido por el Tipo de Cambio de Referencia promedio compra – venta, en ¢517,90 al cierre del 2006. Por su parte, el tipo de cambio en el MONEX o mercado "mayorista" registró similar apreciación de la moneda nacional en los primeros dos meses y medio de vigencia de las bandas cambiarias. Así, en el 2006 el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral mostró una apreciación del colón de 3,2%, al alcanzar un nivel preliminar de 103,3 al cierre de año.

2. Política monetaria y cambiaria en el 2006

En reiteradas ocasiones el Banco Central de Costa Rica ha anunciado su intención de migrar hacia un sistema monetario de metas de inflación (MI) en el mediano plazo y, como parte de la etapa de transición identificó dos grandes áreas que dificultan la efectividad de la política monetaria. Por un lado, factores de índole estructural como el déficit de la Institución y el esquema cambiario y, por otro, elementos de naturaleza operativa que obstaculizan el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Así, en el 2006 el BCCR procuró mejorar la efectividad de sus instrumentos de control monetario y, dio pasos importantes en materia cambiaria en procura de una mayor flexibilidad para la determinación del tipo de cambio del colón respecto al dólar estadounidense, y con ello dar más grados de libertad a la Institución para ejecutar su política monetaria.

En el primero de los campos, las medidas buscaron fortalecer el uso de la tasa de interés como mecanismo de transmisión y mejorar la efectividad del encaje como instrumento de control monetario, acciones que se citan a continuación.

a. Instrumentos de captación

i. En marzo, el Banco abrió la facilidad de depósito a un día plazo y empezó a utilizar su tasa de interés como tasa de política monetaria (TPM)[17] y, además, inició un proceso de ajuste en la estructura de las tasas de interés de sus instrumentos de captación, para adecuarla a las condiciones prevalecientes en el mercado.

   Precisamente, en julio incrementó la TPM en 25 puntos base (p.b.), fundamentado en la tendencia creciente de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos y, en la conveniencia de mantener la paridad de tasas de interés, con el fin de no afectar la rentabilidad relativa de los activos financieros internos en relación con los activos externos. En diciembre ajustó la TPM a la baja en 25 p.b., en esta ocasión basados en: i)

[17] Con anterioridad utilizaba la tasa de Inversiones de Corto Plazo a 30 días plazo.

la desaceleración de la inflación (con un efecto positivo sobre expectativas inflacionarias y de devaluación); ii) evitar la concentración de recursos en plazos muy cortos, pues la curva de rendimiento a un año plazo en el mercado de colones había tendido a uniformarse; y iii) existían indicios de que en las primeras semanas de operación de las bandas cambiarias hubo excesos de oferta de divisas en el mercado cambiario.

ii. En el primer semestre introdujo dos nuevos títulos de captación a largo plazo: uno vinculado a la tasa básica pasiva y otro que da la opción de redención anticipada[18].
iii. En setiembre reanudó su contacto directo con los ahorrantes, mediante la plataforma tecnológica denominada "Central Directo", en la cual ofrece (vía Internet) depósitos electrónicos a plazo.
iv. El BCCR no renovó vencimientos de Certificados de Depósito a Plazo en dólares (CERTD$) por $205,1 millones, pues consideró que las RIN se encontraban en niveles aceptables.

b. En materia de encaje introdujo cambios en el control de este instrumento con el fin de reducir la volatilidad de los depósitos de las entidades financieras en el BCCR. El Directorio dispuso que las entidades sujetas a este requisito deben mantener en el BCCR un porcentaje mínimo diario de reservas requeridas para la quincena inmediata anterior al período de control, además de cumplir en promedio con el encaje requerido de forma quincenal. Así, a partir de la segunda quincena de junio ese porcentaje se estableció en 85% y a partir de la segunda quincena de setiembre en un 90%.

En materia cambiaria realizó importantes ajustes, los más significativos relacionados con la modificación del régimen cambiario de minidevaluaciones a uno de bandas cambiarias. Seguidamente el detalle.

i. Estableció un margen de intermediación cambiaria en las operaciones del BCCR con entidades autorizadas[19].
ii. En agosto el Directorio aprobó el Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado para normar las operaciones de compra y venta de monedas extranjeras al contado en el mercado cambiario nacional[20].
iii. A partir del 17 de octubre del 2006 comenzó a operar el esquema de bandas cambiarias. Esta decisión se tomó luego de determinar que la coyuntura macroeconómica del tercer trimestre del 2006, caracterizada por un nivel satisfactorio de RIN, una relativa disciplina fiscal y estabilidad del sistema financiero, favorecía una migración gradual y ordenada del régimen de minidevaluaciones hacia uno de mayor flexibilidad cambiaria.
iv. En noviembre, el BCCR puso a disposición de los participantes del mercado cambiario el servicio Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX), el cual está integrado a la plataforma del Sistema Interbancario de Negociación y Pagos Electrónicos (SINPE). El MONEX sirve para realizar las operaciones cambiarias entre las entidades y el BCCR, y sustituye al Mercado Organizado de Negociación de Divisas (MONED).
v. Por último, también en noviembre el Directorio aprobó el Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios, cuyo objetivo es regular las operaciones de derivados

[18] En ambos casos el propósito es aumentar el perfil de vencimiento de la deuda y posibilitar el refinanciamiento futuro en condiciones financieras más consecuentes con las que priven en el mercado.
[19] De marzo de 1992 al 20 de abril del 2006 el BCCR compró y vendió divisas a un tipo de cambio único en MONED. Con la medida buscó generar un ingreso para cubrir sus costos de participación como comprador neto con fines de estabilización del tipo de cambio.
[20] Buscó dar a los intermediarios mayor libertad para la gestión de las posiciones propias en moneda extranjera, y procurar una mejor administración de los riesgos cambiarios y una mayor flexibilidad de su accionar en el mercado, y así preparar al medio financiero desde el punto de vista reglamentario para la adopción del régimen de bandas cambiarias.

cambiarios que involucren la participación de una entidad financiera supervisada por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero[21]. La aplicación de este reglamento está pendiente de la normativa complementaria que al respecto dicte el Conassif.

3. Política monetaria y cambiaria para el período 2007-2008

El Banco Central reconoce que en el largo plazo la inflación es un fenómeno monetario y que en Costa Rica responde, principalmente, a los excesos monetarios derivados del régimen cambiario y de las pérdidas de la Institución. En razón de lo anterior, una política creíble de desinflación necesariamente debe eliminar las fuentes estructurales de desequilibrios monetarios y con ello afectar positivamente las expectativas de inflación. En el corto plazo, la inflación es producto de las expectativas y de los excesos de demanda, por lo que el Banco Central debe utilizar los instrumentos de política a su alcance para alinear esas expectativas a su meta de inflación.

Con base en sus proyecciones de inflación interna y externa, el BCCR establece la política monetaria y cambiaria para alcanzar la meta de inflación mediante sus instrumentos. Dicha política se transmite por distintas vías y con rezagos variables. En el contexto actual, caracterizado por la transición hacia un esquema de metas de inflación, se han identificado tres canales de transmisión de las acciones de política:

- *El canal de expectativas.* El anuncio de la meta de inflación busca "anclar" las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. La convergencia de ambos elementos depende de la credibilidad de los agentes económicos en el compromiso del Ente Monetario de reducir en forma sostenible la inflación. En este sentido es de importancia crítica avanzar hacia una mayor flexibilidad cambiaria y acordar con el Gobierno una capitalización parcial del Banco Central, a fin de que en el mediano plazo la inflación interna converja hacia las tasas que muestran nuestros principales socios comerciales.

- *Canal de tasa de interés.* En vista de que en el corto plazo la inflación responde a expectativas y a excesos de demanda, la tasa de interés más que los agregados monetarios es el objetivo intermedio de política monetaria. Es así como movimientos en la tasa de interés del BCCR no solo indican la postura de política, sino también se espera se transmitan hacia el espectro de tasas de interés pasivas y activas, de forma tal que incidan sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos y de esta forma sobre las presiones de gasto originadas en excesos de demanda.

- *Canal del tipo de cambio.* En un esquema de tipo de cambio flexible, las modificaciones en el tipo de cambio nominal se transmiten a la inflación observada, básicamente por medio de su efecto sobre las expectativas inflacionarias y sobre el tipo de cambio real. En el primer caso, la transmisión ocurre porque la inflación importada, expresada en moneda doméstica, es un determinante de las expectativas de inflación. En el segundo caso, la transmisión en el corto plazo hacia los precios tiene lugar por la vía de los determinantes de la demanda agregada.

[21] Lo anterior fundamentalmente en virtud de que el sistema de bandas cambiarias incorpora un grado de incertidumbre sobre la trayectoria del tipo de cambio en el futuro, por lo que los participantes del mercado cambiario podrían optar por mecanismos de cobertura.

En relación con las perspectivas para el 2007 cabe destacar lo siguiente:

a. Según estimaciones de agencias externas[22], el entorno internacional se caracterizaría por un crecimiento mundial de 4,9%, inferior al del 2006. Esta desaceleración contempla elementos como un enfriamiento de la economía estadounidense[23], altos y volátiles precios de la energía[24], así como una menor liquidez internacional para contrarrestar las presiones inflacionarias. Por su parte, consideran que en respuesta a políticas monetarias adoptadas en las principales economías con el propósito de mantener ancladas las expectativas inflacionarias, habrá una desaceleración de la inflación, la cual ubican en 3,6%.

b. En el campo interno, se espera que en el 2007 continúe la disciplina fiscal, con medidas de contención del gasto y de mejora en la generación de ingresos. Además, dado el carácter transitorio de algunos elementos que promovieron el crecimiento en el 2006, es de prever una desaceleración en el ritmo de crecimiento económico para el 2007 (5,0%). Aún cuando es posible que la construcción continúe avanzando a buen ritmo durante este año, favorecida por el continuo influjo de inversión extranjera directa y por la inversión pública, no parece sostenible el ritmo de crecimiento de la producción de las industrias manufactureras (dadas las expectativas de desaceleración en economías como la estadounidense) ni de las actividades agropecuarias.

   Por su parte, el déficit en cuenta corriente se espera alcance un 5,0% del PIB, levemente superior al del 2006. Entre los aspectos que sobresalen de las operaciones con el resto del mundo, se prevé un menor crecimiento de las ventas externas de productos no tradicionales agropecuarios e industriales, en tanto que el ingreso de turistas crecería alrededor del 3%, lejos de alcanzar el dinamismo observado en el bienio 2004-2005. En cuanto al flujo de recursos externos tanto orientados al sector público como privado, se estima que éste será suficiente para financiar la citada brecha en cuenta corriente.

El menor crecimiento de la actividad económica previsto para el 2007, la relativa disciplina fiscal, así como un comportamiento decreciente de las expectativas inflacionarias, son indicadores que permiten al Banco Central plantear como meta inflacionaria un crecimiento del IPC de 8% en el 2007 y, en el tanto se empiecen a solucionar los problemas estructurales de liquidez ("trinidad imposible[25]" y pérdidas de la Institución) el BCCR podrá aspirar a una

---

[22] Información consultada en el World Economic Outlook (Fondo Monetario Internacional), Banco Central Europeo, G.P. Morgan y Banco Mundial.

[23] Particularmente en Estados Unidos, principal socio comercial, el crecimiento económico se desacelerará, incluso por debajo de su potencial, reflejo de un mercado inmobiliario más deprimido que llevaría a un menor gasto en consumo e inversión. Además, prevén que el déficit en cuenta corriente sea similar al del 2006; no obstante, en la medida en que la producción sea menor, podría darse una caída en las importaciones. Además no esperan cambios importantes en tasas de interés pues las expectativas de inflación están ancladas, dadas las ganancias sostenidas de productividad y menores incrementos en el precio de la energía.

[24] En línea con proyecciones recientes de la Energy Information Administration (agencia gubernamental de estadísticas oficiales sobre energía del gobierno de Estados Unidos), el precio del crudo, tomando como referencia el West Texas Intermediate, disminuiría un 2,4% en el 2007. De esta forma, el precio medio del crudo pagado por RECOPE alcanzaría $58,9 por barril en tanto que el de los derivados $71,0 por barril. Así, el precio medio para la totalidad de la factura petrolera estimado para el 2007 es de $67,6 por barril, un 4,5% menor al del 2006.

[25] En un contexto de apertura de la cuenta de capitales y sin flexibilidad cambiaria plena, si el BCCR aumenta la tasa de interés con fines de estabilidad interna puede incentivar la entrada de capitales. Como el tipo de cambio no se ajusta en función de la disponibilidad de divisas, dichos recursos pueden llevar a monetizaciones cuyo efecto el Ente Monetario debe neutralizar para que no ejerza presiones sobre la demanda interna, y así anular la intención inicial de contraer los medios de pago. Ello dificulta la eficacia de la política monetaria y usualmente eleva el costo de la gestión monetaria.

inflación en torno al 6% en el 2008 y hacer converger la inflación doméstica a las tasas que presentan nuestros principales socios comerciales en los años subsiguientes.

Para alcanzar el objetivo de reducir el ritmo inflacionario el BCCR continuará promoviendo en todo momento la transparencia y la comunicación oportuna de sus acciones de política a los participantes del mercado, con el fin de lograr una adecuada formación de expectativas.

En cuanto al encaje mínimo legal no contempla ningún cambio, por tanto su tasa se mantendrá en un 15%.

En materia cambiaria, mantendrá el régimen de bandas cambiarias, y continuará con su política de gradualidad y amplitud creciente de la banda. Además, la Institución promoverá la flexibilidad creciente del tipo de cambio en el tanto las condiciones macroeconómicas así lo permitan.

Paralelamente a los ajustes mencionados, existe compromiso por parte del Ministerio de Hacienda para que en las próximas semanas se finiquite un acuerdo para capitalizar parcialmente al Banco Central y así eliminar el componente inflacionario de las pérdidas del Banco. Este tema es crítico pues, como en reiteradas ocasiones se ha citado, eliminar una de las principales fuentes de excesos monetarios contribuye a crear condiciones para alinear la inflación doméstica a la internacional en el mediano plazo. Conforme se alcancen tasas de inflación más bajas y continúe la disciplina fiscal, es de esperar una baja en las tasas de interés real, que tenga un impacto positivo sobre la carga financiera del Gobierno; esto último permitiría destinar, a mediano plazo, una mayor proporción de recursos a la atención de gastos de tipo social e infraestructura. Los esfuerzos por alinear las expectativas de inflación a la meta del Banco Central serán menores, cuanto mayor sea el compromiso de la capitalización parcial de la Autoridad Monetaria por parte del Ministerio de Hacienda; ello posibilitaría alcanzar la meta de inflación de 6% para el 2008 planteada en el presente ejercicio.

Finalmente, cabe indicar que el Banco Central considera viable la desaceleración de la inflación doméstica por cuanto:

a. Las expectativas inflacionarias reflejan una desaceleración gradual de los precios internos conforme se amplía el período de proyección.

b. La dinámica estimada de los precios externos de materias primas y del tipo de cambio nominal hacen prever un menor impacto en el componente “transable” de la inflación.

c. El BCCR continuará dirigiendo sus esfuerzos a mejorar la efectividad de sus instrumentos de política. Para ello hará revisiones periódicas en la tasa de interés de política, en función de la tasa real de interés, las expectativas de inflación y el desvío de las proyecciones de inflación con respecto a la meta de inflación planteada en este Programa.

d. La situación de las finanzas públicas se presenta sostenible en el mediano plazo, tal como lo ha demostrado la mejora continua en los últimos tres años, pese a no contar con los recursos provenientes de la reforma tributaria. Además, la política salarial anunciada para el primer semestre del año es consistente con la meta de inflación.

A continuación se presentan las proyecciones de los principales resultados macroeconómicos para el período 2007-2008.

PROYECCIONES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2005	2006		Programa	
		Revisión Programa Monetario	Estimado	2007	2008
PIB					
Real	5,9%	6,8%	7,9%	5,0%	3,8%
Nominal	17,2%	16,9%	18,7%	15,7%	10,7%
Deflator implícito	10,7%	9,4%	10,0%	10,2%	6,6%
Inflación					
Medido con IPC (tasa anual dic-dic)	14,1%	11,0%	9,4%	8,0%	6,0%
Medido con ISI (tasa anual dic-dic)	14,6%	11,0%	10,6%	8,0%	6,0%
Balanza de Pagos					
Cuenta corriente (%PIB)	-4,9%	-5,0%	-4,9%	-5,0%	-4,8%
Cuenta comercial (%PIB)	-13,7%	-12,4%	-15,2%	-12,0%	-11,4%
Cuenta de Capital y financiera (mill $)	1.364	1.086	2.122	1.694	1.193
Sector Público	(49)	(8)	(77)	236	(216)
Sector Privado	1.413	1.094	2.199	1.458	1.410
Del cual IED	861	1.051	1.411	1.170	1.174
Sector Monetario (variac. %)					
Agregados Monetarios					
Emisión	19,6%	15,4%	24,4%	15,8%	13,3%
Medio Circulante	23,9%	16,7%	23,8%	17,9%	16,2%
Liquidez total [1/]	16,1%	15,3%	19,3%	13,8%	15,3%
Liquidez financiera privada 1/	19,1%	15,7%	19,9%	14,7%	15,9%
Crédito sector privado [1/]	23,6%	15,7%	25,1%	17,6%	19,1%
Sector Público Global Reducido (% PIB)					
Déficit combinado	2,3%	2,8%	0,5%	2,3%	2,0%
Gobierno	2,1%	2,4%	1,0%	2,3%	2,3%
Resto SPNF (superávit)	-1,2%	-0,8%	-1,7%	-1,0%	-1,0%
BCCR	1,4%	1,2%	1,2%	1,0%	0,7%

1/ Excluye el efecto cambiario.

Balance de riesgos

Las proyecciones macroeconómicas antes dadas fueron construidas con base en elementos que se consideraron más probables, sin embargo, existe una serie de eventos que son fuente de incertidumbre y cuya ocurrencia podría afectar el cumplimiento de la meta inflacionaria planteado en el presente ejercicio. Entre ellos destacan:

a. *La evolución del precio internacional de insumos básicos.* Particularmente en el caso del petróleo, su precio continua siendo volátil dada su sensibilidad ante cualquier cambio en la oferta y demanda del producto. Particularmente alzas importantes en este indicador podrían trasladarse a los precios internos y en consecuencia comprometer el logro de la meta inflacionaria acá planteada. Un escenario de precios altos de petróleo podría presentarse ante la ocurrencia de eventos como un crecimiento en la demanda ocasionado por un invierno más intenso de lo normal en el hemisferio norte (podría consumir los inventarios existentes); conflictos geopolíticos en países productores del

crudo y; acuerdos de recorte de producción por parte de la Organización de Países Productores de Petróleo. Sin embargo, tampoco se descarta la posibilidad de que el precio del petróleo baje aún más de lo contemplado en el presente ejercicio, apoyado por la evolución reciente del indicador.

b. *La disciplina fiscal fue* un elemento decisivo en la reducción de la inflación en el 2006, pues contribuyó a reducir las presiones de demanda en la economía. En consecuencia, incrementos en el gasto público más allá de lo considerado en estas proyecciones podrían traducirse en presiones de demanda y dificultar la consecución de la meta inflacionaria.

c. *La capitalización parcial del BCCR por parte del Gobierno,* como se mencionó anteriormente, permitiría eliminar una de las fuentes estructurales de desequilibrios monetarios. La celeridad con la que se llegue a un acuerdo entre ambas partes podría facilitar la convergencia de las expectativas inflacionarias con la meta de inflación, y afectar particularmente el comportamiento de los precios en el 2008. En ausencia de capitalización los costos de esa convergencia serían mayores.

d. *Los flujos de capital externo,* manifiestos en las negociaciones en el mercado privado de cambios, hasta la fecha han sido mayores a lo previsto, por lo que de continuar este comportamiento, podrían constituir una fuente de presión para el gasto interno. No obstante, el Banco Central es consciente de 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.