PROGRAMA MACROECONÓMICO
2008-2009

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
ENERO 2008

Junta Directiva

Presidente

Doctor Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

M.Sc. Guillermo Zúñiga Chaves

Vicepresidente

MAE. Jorge Alfaro Alfaro

Directores

Licenciada Pepita Echandi Murillo

MEE. José Eduardo Angulo Aguilar

Doctor Bernal Jiménez Chavarría

Licenciado 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 y sus respectivas revisiones, 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 cuando proceda y promoverá la transparencia en procura de lograr una adecuada formación de expectativas de los agentes económicos.

CONTENIDO

1. Acciones de política del Banco Central de Costa Rica en el 2007 1
2. Tasas de interés y tipo de cambio 4
3. Liquidez y crédito 5
4. Indicadores de la economía internacional 6
5. Producción y demanda agregada 7
6. Operaciones con el resto del mundo 9
7. Desempeño financiero del sector público 9
8. Inflación 10
9. Política monetaria y cambiaria 2008-2009 13
10. Balance de riesgos 16

28 de enero de 2008
DAE-013-2008
PROGRAMA MACROECONÓMICO 2008-2009

1. Acciones de política del Banco Central de Costa Rica en el 2007

El 29 de enero de 2007, mediante artículo 3 del Acta de la Sesión 5314-2007, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica (BCCR) aprobó su Programa Macroeconómico 2007-2008, donde planteó como objetivo lograr una inflación de un 8% para el 2007 y de un 6% para el siguiente año, medida en términos de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) así como del Índice Subyacente de Inflación (ISI).

En julio de 2007[1], luego de analizar la situación económica reciente y las perspectivas para los siguientes meses, el Directorio reafirmó la meta inflacionaria formulada a inicios de año y convino en mantener el curso de sus acciones de política, con medidas orientadas a buscar una mayor flexibilidad cambiaria y a mejorar la efectividad de los instrumentos de control monetario. Ello con el fin de abrir espacios para la conducción de la política monetaria y, de esta forma, ser más efectivos en la tarea de alcanzar, en el mediano plazo, inflaciones similares a las que muestran nuestros principales socios comerciales.

El accionar del Banco estuvo enmarcado dentro de un proceso de transición gradual hacia un esquema de Metas de Inflación, cuyo sustento teórico radica en que:

a. En el largo plazo la inflación es un fenómeno monetario, por lo que en Costa Rica es posible explicarla a partir de desequilibrios monetarios generados por fuentes estructurales de creación de liquidez, como es el déficit del Banco Central y, más recientemente, la acumulación de reservas internacionales.

b. En el corto plazo, y basados en el enfoque de la "Nueva Síntesis Keynesiana", la dinámica de la inflación responde a excesos de demanda agregada y al comportamiento de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

Además de los determinantes que señala la teoría económica, la inflación también puede ser resultado de factores coyunturales, como los choques externos o las perturbaciones de oferta que en el 2007 afectaron el comportamiento de los precios en Costa Rica.

En este contexto, en el 2007 el énfasis de los esfuerzos de política estuvo en:

a. Consolidar el régimen de bandas cambiarias[2] y crear las condiciones para una mayor flexibilidad en la determinación del tipo de cambio nominal.

[1] La revisión del Programa Macroeconómico 2007-2008 fue aprobada en artículo 6 del Acta de la Sesión 5338-2007 del 28 de julio de 2007.

[2] Desde el 17 de octubre de 2006 rige un esquema de bandas cambiarias, en el cual el BCCR permite que el tipo de cambio sea determinado libremente por el mercado dentro de los límites establecidos por la banda. El Banco Central compra dólares en el mercado mayorista cuando el precio de la divisa alcanza el nivel mínimo de la banda, y vende dólares cuando llega al nivel máximo. A estos parámetros les denomina tipos de cambio de intervención.

b. Reducir las fuentes estructurales de creación de liquidez, con medidas tendientes a bajar el déficit del Banco. Además, con mayor flexibilidad cambiaria se busca una menor intervención de la Institución en el mercado de cambios y, con ello, reducir otra de las principales fuentes de expansión monetaria.

c. Redefinir la gestión integral del pasivo del Banco Central.

En materia cambiaria y ante un entorno económico caracterizado por un nivel satisfactorio de reservas internacionales, disciplina fiscal y estabilidad del sistema financiero, el Directorio decidió:

a. Modificar los parámetros de la banda cambiaria en dos ocasiones, con el fin de reafirmar el esquema de bandas cambiarias de amplitud moderada pero creciente.

   Primero, luego de aumentar cada día hábil el tipo de cambio de intervención de compra en seis céntimos de colón y en catorce céntimos el correspondiente a la venta, a partir del 31 de enero de 2007 mantuvo el primero de ellos en ¢519,16 por dólar estadounidense y bajó el ajuste diario del tipo de cambio de intervención de venta, de ¢0,14 a ¢0,11.

   El 22 de noviembre de 2007 estableció el tipo de cambio de intervención de compra en ¢498,39 y, en adelante lo redujo diariamente en ¢0,06. Con respecto al tipo de cambio de venta, dispuso aumentarlo en ¢0,06 cada día hábil.

b. Ampliar de manera gradual la posibilidad de que el intermediario cambiario modifique diariamente la posición propia autorizada en divisas por concepto de operaciones cambiarias, de un ± 1% hasta un ± 3% del valor de su patrimonio. Esta disposición facilita una participación más flexible en el mercado y una mejor gestión de riesgos.

c. Procurar la integración de los mercados de negociación de divisas. Con el propósito de alinear el precio del dólar en el mercado minorista (operaciones con el público) y mayorista (operaciones de intermediarios cambiarios) y de contribuir a la eficiente formación de precios, estableció como requisito para participar en el mercado mayorista que las entidades autorizadas mantengan ofertas en firme (de compra y venta), a los precios ofrecidos al público en su ventanilla, por el equivalente a medio punto porcentual (p.p.) del total de compras y ventas promedio realizadas por cada intermediario con el público.

En cuanto a reducir el déficit de la Institución básicamente destacaron dos medidas:

a. El 25 de abril de 2007 el BCCR finiquitó un acuerdo de traslado de recursos por parte del Ministerio de Hacienda por ¢84.934,3 millones. Con este monto completó lo dispuesto en el artículo 175 bis de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (LOBCCR), que estableció una transferencia de hasta ¢180.000 millones para la cancelación de operaciones cuasifiscales[3]. Desde el punto de vista de las finanzas del Banco Central, esta operación significó una contracción de los medios de pagos sin costo financiero.

   Esto fue posible por el buen desempeño financiero del sector público, característico de los últimos cuatro años, y la voluntad del Gobierno de contribuir a mejorar las finanzas del Banco Central; además, es consistente con la búsqueda de un proyecto de ley que permita compensar, en los próximos años, al menos el efecto inflacionario de las pérdidas del BCCR.

[3] El primer traslado fue en el 2004, por ¢95.065,7 millones.

b. Incrementar la comisión por participar en el mercado cambiario, de un 10% a un 25% de la diferencia entre el tipo de cambio de venta y el de compra.

Como parte del proceso de transición gradual hacia el empleo de la tasa de interés como variable operativa de política monetaria, en el 2007 el Banco Central decidió:

a. Utilizar la infraestructura de Central Directo para atender los requerimientos de captación de corto plazo (incluidos los depósitos a un día plazo).

b. Reducir, de 12 a 3 p.p., el margen entre la tasa de interés de intervención del BCCR en el mercado de dinero (operaciones activas) y la tasa para depósitos a un día plazo. Con ello buscó reducir el costo de oportunidad de los intermediarios financieros ante situaciones temporales de iliquidez y, de esta forma incentivar el traslado de recursos bancarios mantenidos en instrumentos de muy corto plazo hacia otros de mayor plazo.

c. Avanzar en el replanteamiento de la estrategia de gestión de pasivos, para separar en los próximos meses la gestión de liquidez de la administración de deuda "estructural". Ello por cuanto el BCCR utiliza sus operaciones de mercado abierto con fines de estabilización monetaria y de gestión de deuda[4], por lo que, en ocasiones, el objetivo de estabilización compite con consideraciones de costo y de "riesgo de refinanciamiento".

   Con la gestión de liquidez se busca que, por medio de una intervención activa del Banco en el mercado de dinero, cambios en la tasa de interés de corto plazo, consistentes a su vez con el objetivo inflacionario, afecten el costo marginal de captación de los intermediarios financieros y, por tanto, las tasas activas y pasivas del sistema financiero. De esta forma, los agentes económicos replantearían sus decisiones de consumo e inversión, incidiendo sobre la brecha de producto y las expectativas inflacionarias y, por ende, sobre la dinámica de la inflación en el corto plazo.

   Por su parte, la administración de los pasivos de mediano y largo plazo pretende reducir el costo de mantenimiento de la deuda para un perfil de riesgo determinado.

En el 2007 la oferta y demanda de divisas condujo a una casi permanente intervención del BCCR en el mercado cambiario y a un tipo de cambio en el mercado mayorista ubicado en el límite inferior de la banda. En este contexto, el BCCR redujo su tasa de interés de corto plazo en dos oportunidades, 325 puntos base (p.b.) en enero y 50 p.b. en agosto. En ambas ocasiones procuró desincentivar la entrada de capital de corto plazo.

Lo anterior planteó un dilema a la política del Banco Central pues, con el propósito de reducir las presiones de demanda en el corto plazo debía incrementar la tasa de interés, pero necesitaba disminuirla si la intención era reducir dichas presiones en el mediano plazo, en el tanto debía evitar procesos de alta monetización generados por el ingreso de capitales y la defensa del límite inferior de la banda cambiaria.

En este entorno de política monetaria y cambiaria, la situación económica en el 2007 se caracterizó por:

[4] Estas operaciones responden a la intención de neutralizar la expansión monetaria de fuentes estructurales de liquidez.

a. Un alto crecimiento económico, 6,8% en términos reales, que mantuvo el dinamismo de años previos[5].
b. Un superávit financiero del sector público, estimado en 1,6% del PIB.
c. Un mayor déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (5,9% del PIB). No obstante, se contó con ahorro externo suficiente para financiarlo y acumular reservas internacionales.
d. La inflación general, medida por el IPC, repuntó a 10,8% y mostró un desvío en relación con el objetivo inflacionario, desvío en su mayoría determinado por choques externos y perturbaciones de oferta. No obstante, aún excluyendo estos efectos, el nivel de la inflación dista de la que muestran nuestros principales socios comerciales, dado que persisten las causas estructurales de la inflación, antes señaladas.

2. Tasas de interés y tipo de cambio

Tasa de interés

La reducción de la tasa de interés de corto plazo del Banco Central aplicada en el 2007 se trasladó a la curva de rendimiento de sus instrumentos de captación y se estima que ello, unido a una mejor situación fiscal y a la disminución en las tasas de interés en el mercado internacional, incidieron en la baja de las tasas de interés activas y pasivas de los intermediarios financieros.

En el 2007 las tasas de interés pasivas fueron negativas en términos reales[6] y las activas reflejaron la disponibilidad de fondos prestables por parte de esas entidades financieras y, en esa medida, fueron un factor que explicó la orientación del crédito al financiamiento del gasto privado[7].

Tipo de cambio

Fueron varios los resultados y reacciones en el campo cambiario. En el 2007 el mercado global de cambios mostró un balance superavitario. La dinámica de la oferta y demanda de divisas propició que el tipo de cambio permaneciera anclado en el límite inferior de la banda, por lo que las compras del Banco Central en el mercado mayorista alcanzaron EUA$1.379 millones. Parte de la oferta de divisas provino de una reducción en la posición autorizada de divisas ("posición propia") de los intermediarios cambiarios, la cual pasó de un 45% del patrimonio en diciembre de 2006 a un 26% un año después (aproximadamente EUA$210 millones).

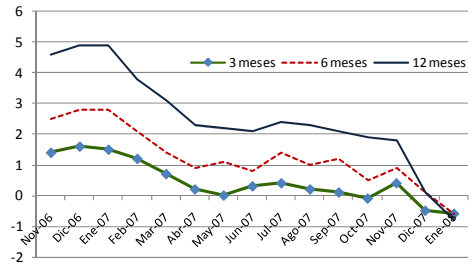
La información preliminar de cierre de 2007 señala que, en términos reales hubo una apreciación del colón de 10,7% ese año, pues la apreciación de las monedas de los principales socios comerciales (1,2%) fue insuficiente para compensar la apreciación nominal de la moneda nacional (3,7%[8]) y el diferencial inflacionario (9,6%)[9].

---

[5] El repunte en el crecimiento económico se aprecia desde el 2003. La tasa media para el período 2003-2006 fue de 6,4%, siendo el valor más alto en 2006 (8,8%).
[6] En términos reales las tasas pasivas fueron negativas prácticamente a lo largo de todo el año (calculadas con la tasa básica pasiva y las expectativas de inflación). En diciembre de 2007 este indicador alcanzó un -2,4%.
[7] En el 2007 bajó el margen de intermediación financiera (medido por el diferencial entre tasas activas y pasivas, tanto en colones como en dólares). Ello podría asociarse con la mayor disponibilidad de fondos prestables y con una mayor competencia, entre otros factores debido al ingreso y consolidación de bancos extranjeros en el pasado reciente.
[8] El promedio mensual del tipo de cambio compra-venta de referencia en diciembre de 2006 y de 2007 fue de ¢517,1 y ¢498,69 por dólar estadounidense, en ese orden.
[9] Calculado con base en la variación del Índice de Precios al Productor Industrial de Costa Rica (17,9%) y la inflación media de los principales socios comerciales (6,6%).

Por último, las expectativas de los agentes económicos respecto a la evolución del tipo de cambio se ajustaron a la baja. Como se aprecia en el siguiente gráfico, las últimas dos encuestas disponibles (de diciembre 2007 y enero 2008) señalan que los agentes prevén una apreciación nominal del colón para el horizonte consultado[10].

Gráfico 1. Expectativa promedio de variación del tipo de cambio, según horizonte de consulta



Fuente: Banco Central de Costa Rica. Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio.

3. Liquidez y crédito

El saldo de la liquidez total (M3) creció en un 15,3% al término de 2007; si bien es la tasa más baja de los últimos cinco años, se ubicó en torno a su crecimiento histórico. Además, el 2007 se caracterizó por una recomposición del M3 en favor de instrumentos más líquidos y de operaciones en moneda nacional. En particular los crecimientos del medio circulante (M1) y del ahorro a la vista en colones fueron los más altos de los últimos siete años.

Esta mayor demanda por activos financieros altamente líquidos[11] es consistente con el dinamismo de la actividad económica y con rendimientos negativos en términos reales (desincentivan el ahorro financiero) y, particularmente en el caso de la mayor demanda por activos líquidos en colones reflejó, además, el proceso de desdolarización que se ha venido presentando en el pasado reciente.

Como se sabe, el proceso de creación de liquidez inicia en el Banco Central con movimientos en el saldo de la base monetaria. En el 2007, y como ha sido característico de los últimos años, las principales fuentes de expansión monetaria fueron la compra de divisas en el mercado cambiario y el déficit financiero de la Institución; estos efectos fueron parcialmente esterilizados con la colocación neta de operaciones de mercado abierto y la transferencia de fondos por parte del Gobierno, por lo que al término del período la base monetaria aumentó en ¢240.974 millones (32,8%).

De las contrapartidas del M3 destacó la expansión del crédito al sector privado (39%), la tasa más alta desde 1998 y que contribuyó a mantener un ritmo elevado de consumo e inversión[12].

[10] Particularmente la encuesta de enero 2008 indica que los agentes económicos esperan una variación del tipo de cambio de -0,6%, -0,6% y -0,8% a tres, seis y doce meses, respectivamente; tasas que expresadas en términos anuales equivalen a -2,4%, -1,2% y -0,8%, en ese orden.

[11] Un agregado más amplio que M1 pero con alto grado de liquidez (por ejemplo, M1 más ahorro a la vista en colones y depósitos en cuenta corriente y de ahorro a la vista en dólares) creció en 20,4% en el 2007, tasa que si bien es menor a la de 2006, supera el aumento nominal del producto (17,7%).

[12] En concordancia con los indicadores de actividad económica y de gasto interno, el crédito al sector privado repuntó especialmente para vivienda y construcción, servicios, consumo y comercio, rubros que recibieron el 90% de la variación anual (con información a setiembre de 2007).

Este efecto fue parcialmente compensado por un menor financiamiento al sector público, por lo que el crédito total del Sistema Bancario Nacional (SBN) creció un 27%, tasa que no solo superó el aumento de 2006 (19%) sino también la variación nominal del producto.

Por su parte, el saldo de activos externos netos del SBN aumentó EUA$264 millones en el 2007. La acumulación de RIN por parte del BCCR fue parcialmente compensada por el efecto de una menor tenencia de títulos del exterior por parte de la banca así como por un mayor endeudamiento externo de corto plazo de esas entidades; ello generó una mayor disponibilidad de fondos prestables por parte de la banca, y contribuyó a reducir su posición propia en divisas.

Por último, el grado de dolarización financiera continuó bajando. Mientras el componente en moneda extranjera del M3 registró una participación de 46,9% al término de 2006, un año después fue de 41,6%. Esto también fue apreciado, aunque en menor medida, en el crédito al sector privado (en igual período pasó del 52,4% a 49,4%). Este comportamiento es congruente con la modificación del régimen cambiario, pues ahora se hace explícito que todos los agentes económicos (ahorrantes, usuarios del crédito, bancos, etc.) enfrentan un mayor riesgo cambiario.

4. Indicadores de la economía internacional

Las estimaciones de crecimiento mundial de analistas internacionales[13] señalan que en el 2007 la actividad económica mundial mantuvo el ritmo de crecimiento de años previos, toda vez que el vigor mostrado por economías emergentes (China e India, principalmente) compensó la desaceleración de economías desarrolladas, particularmente de Estados Unidos de América. En este último caso asociada con la pérdida de riqueza y el deterioro en la confianza de los consumidores e inversionistas sobre el futuro económico, aspectos a su vez ligados con la crisis del mercado inmobiliario[14]. El crecimiento mundial lo ubican en 4,7%, en tanto que el de la economía estadounidense en 2,2%. Sin embargo, la turbulencia de los mercados financieros, el resurgimiento de presiones inflacionarias y la volatilidad de los mercados petroleros y de materias primas en los últimos meses del 2007, podrían llevar a una revisión a la baja de estos datos.

En particular, el 2007 se caracterizó por presiones sobre la liquidez generadas, por un lado, por la incertidumbre acerca del valor de las carteras respaldadas con activos inmobiliarios en Estados Unidos y el deterioro en las perspectivas de crecimiento de ese país. Lo anterior unido a una mayor aversión al riesgo y por ende mayores restricciones crediticias, llevaron a los bancos centrales, principalmente de economías desarrolladas, a proveer liquidez y a reducir la presión sobre las tasas de interés.

Por su parte, la inflación en las economías desarrolladas permaneció contenida, pero aumentó en muchos países de mercados emergentes y en desarrollo. La mayor presión inflacionaria reflejó el sólido crecimiento de algunas economías emergentes, así como el efecto del incremento de los precios de materias primas (fundamentalmente granos y petróleo).

El auge de la demanda por biocombustibles y la creciente demanda de productos básicos por parte de China e India fueron los principales determinantes del encarecimiento de los granos. En

[13] Las principales fuentes consultadas fueron el Fondo Monetario Internacional y los boletines mensuales de Consensus Forecasts (hasta diciembre de 2007).

[14] Originada en el segmento "subprime", que comprende préstamos hipotecarios a personas con bajo perfil crediticio. Con el aumento en las tasas de interés en el mercado internacional a partir del 2004, la morosidad de este segmento aumentó. Ello deterioró el valor de la cartera respaldada por activos inmobiliarios.

el caso del crudo, también fue relevante el crecimiento de la demanda, que unido a condiciones restrictivas de oferta y tensiones geopolíticas en el Medio Oriente permitieron ajustes importantes al alza en la cotización de este bien[15].

5. Producción y demanda agregada

En el 2007 el Producto Interno Bruto creció 6,8% en términos reales y mostró una desaceleración con respecto al año previo (8,8%). Aún así esta tasa continúa siendo alta al compararla con el promedio histórico (5,3% en el período 1992-2006) y con el aumento del producto potencial, estimado en 4,6%[16].

Las industrias que más aportaron al crecimiento económico en el 2007 fueron la manufacturera; transporte, almacenaje y comunicaciones; comercio y construcción; las cuales determinaron alrededor de dos terceras partes del incremento real de la producción del año.

Desde la óptica del gasto, este comportamiento estuvo determinado tanto por la demanda externa como por la interna. Particularmente, en el segundo de los casos, explicada principalmente por el consumo y la inversión privada, situación que se viene observando desde el 2005 y que evidenció el optimismo de consumidores y empresarios, en un contexto de incremento del ingreso disponible.

La demanda global creció en colones constantes en un 6% en el 2007, inferior a la tasa del bienio previo (8,3%). Esta desaceleración estuvo determinada, en buena medida, por la variación de existencias, en particular de empresas amparadas a regímenes especiales de comercio[17]. A nivel de componentes de la demanda global destacaron los siguientes elementos:

a. La demanda externa por bienes y servicios locales creció en un 9,1% en términos reales, cambio que aún cuando es elevado señala un menor ritmo de expansión respecto a los cuatro años previos[18].

b. La evolución de la demanda interna estuvo determinada por el consumo de los hogares y la formación bruta de capital fijo, pues el consumo final del Gobierno tuvo un escaso crecimiento, de manera consistente con la disciplina fiscal característica de los últimos años. Si bien la demanda interna contribuyó a dinamizar la actividad productiva en Costa Rica, una parte importante de ésta fue satisfecha con compras de origen externo.

---

[15] El aumento en la cotización internacional del maíz a partir de 2006 incentivó su siembra y desplazó áreas tradicionalmente destinadas a otros granos (trigo y soya). Ello redujo la oferta de estos últimos, con el consecuente efecto alcista sobre sus precios en el 2007. El incremento anual a diciembre de 2007 en el precio de trigo, maíz, soya, arroz fue de 79%, 17%, 44% y 34%, en ese orden.
Por su parte, el precio del crudo, tomando como referencia la variedad West Texas Intermediate, pasó de EUA$62 por barril en diciembre de 2006 a EUA$91,4 un año después (ambos como promedios mensuales).

[16] El producto potencial se refiere al nivel máximo de producto que la economía puede alcanzar con la ocupación plena de sus recursos productivos, sin que ello genere presiones inflacionarias. Este dato corresponde al promedio de los resultados obtenidos de aplicar diferentes métodos de estimación del producto potencial, entre ellos una función de producción de largo plazo de tipo Cobb-Douglas. Mayor detalle en documento interno "Estimación del producto potencial para Costa Rica: 1991-2006" (DIE-02-2007, octubre, 2007).

[17] Acumularon producto terminado en el 2006 y lo colocaron un año después.

[18] En el período 2003-2006 la media anual de variación fue de 10,6%, siendo el valor más alto en el 2005 (12,6%).

c. Particularmente el incremento en el gasto final de los hogares (6,1%) fue el más alto desde 1994 y afianzó el dinamismo iniciado en el 2005. Entre los determinantes que explican este comportamiento están:

   i) Un mayor ingreso medio de los hogares. Un primer indicador es el ingreso nacional disponible, que en términos reales creció un 7,5%, (3,9% y 7,9% en el 2005 y 2006, en ese orden). Más específicamente, los indicadores de la Encuesta de Hogares de Propósitos Múltiples (julio 2007) y de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS) señalaron la mejora en el ingreso de los hogares (y de los asalariados), producto tanto de un incremento en el salario real como en el número de ocupados[19].
   ii) Condiciones crediticias que incentivaron el gasto. En un contexto donde la banca compitió por ampliar su participación de mercado, hubo una mayor disposición de las familias a adquirir bienes de consumo[20]. Ello fue consistente con el mayor financiamiento para consumo y comercio.
   iii) La mejora en la percepción de los agentes económicos sobre las condiciones económicas actuales[21].

d. La formación bruta de capital fijo creció un 15% en colones de 1991, tasa que superó con creces el crecimiento de la producción interna y fue la más alta desde 1998. Esto va en línea con el optimismo de los empresarios[22], la evolución del consumo de los hogares y la reducción en las tasas de interés activas.

   El comportamiento de este componente del gasto estuvo determinado por nuevas construcciones y por la compra de maquinaria y equipo. En el primero de los casos su impulso vino, principalmente, de obras civiles del sector privado, concentradas en vivienda y locales para uso comercial e industrial. Por su parte, la adquisición de bienes de capital aumentó en 13,5% (en términos reales), en su mayoría de origen importado. Destacaron las compras de equipo de computación, de transporte y para la construcción.

e. Por último, las importaciones crecieron en 4,6% en términos reales, tasa baja al compararla con el promedio registrado en el trienio previo (9,8%). Este comportamiento evidenció la evolución del componente de bienes (representan poco más del 85% de las compras totales), particularmente de materias primas para las empresas amparadas a regímenes especiales de comercio. De excluir el efecto de estas empresas, la importación de bienes creció en 11,1% (8,8% en el 2006), situación que es consistente con la dinámica del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, antes comentada.

---

[19] De acuerdo con la primera de estas fuentes de información, el número de ocupados aumentó en 5,2% (3% un año atrás) y se redujo no solo la tasa de desempleo (de 6% a 4,6% entre el 2006 y el 2007) sino también las tasas de subempleo visible e invisible.

[20] Además, aunque a priori es difícil determinar el efecto de las tasas de interés sobre el consumo privado, se estima que en el sector deudor la reducción en las tasas de interés generó un mayor ingreso disponible (una vez descontados los gastos financieros). Ello constituiría un estímulo al consumo de las familias por una parte y por otra, aumentaría la capacidad de endeudamiento, que a su vez refuerza el gasto.

[21] Según la Encuesta de Confianza del Consumidor de la Universidad de Costa Rica, en noviembre de 2007 el índice registró el nivel más alto de los últimos cinco años y un aumento de 6 p.p. respecto a igual período de 2006.

[22] Encuesta de percepción empresarial de la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones de la Empresa Privada.

6. Operaciones con el resto del mundo

Para el 2007 la cuenta corriente de la balanza de pagos se estima cerró con un resultado negativo de EU$1.538 millones, equivalente a un 5,9% del PIB, razón superior en 1,2 p.p. a la observada un año atrás. A pesar del deterioro de la cuenta corriente, el país contó con los recursos externos suficientes para financiar esa brecha y acumular activos externos netos por EUA$1.159 millones[23].

Las ventas externas de bienes expresadas en dólares estadounidenses aumentaron un 14,2% en el 2007 (13,6% un año atrás), explicadas por el buen desempeño de las manufactura, toda vez que la venta de productos agrícolas y de algunas empresas de regímenes especiales registraron una desaceleración, que en cierto modo podría reflejar la situación coyuntural de la economía estadounidense.

Las compras externas de bienes expresadas en dólares, por su parte, crecieron un 11,8%, impulsadas por las mercancías generales. Los datos por categoría económica evidenciaron incrementos en materias primas, bienes de consumo, bienes de capital y materiales de construcción. En el caso de la materia prima sobresalió el incremento en la factura petrolera (EUA$202 millones) como una manifestación del aumento en el precio medio[24] y en la cantidad demandada (4,4%).

En cuanto a la balanza de servicios, ésta alcanzó un resultado positivo equivalente a un 8,9% del PIB (8,6% en los dos años previos). El incremento en la exportación de servicios estuvo determinado tanto por el turismo receptivo como por la dinámica evolución de los servicios de informática e información ("software" y "call centres") y de otros servicios empresariales.

Pese a que el déficit en cuenta corriente aumentó, Costa Rica dispuso de mayores influjos netos de capital, sobretodo orientados al sector privado bajo la modalidad de inversión extranjera directa empresarial e inversión inmobiliaria, lo cual no sólo posibilitó el financiamiento de la brecha externa, sino también ubicar el saldo de las RIN en poder del Banco Central en EUA$4.114 millones, un 15,7% del PIB y equivalente a 5,1 meses de importaciones regulares.

7. Desempeño financiero del sector público

Información preliminar señala que en el 2007 el Sector Público Global Reducido (SPGR)[25] mostró un superávit de 1,6% del PIB; resultado positivo que se observa por primera vez por lo menos en las últimas dos décadas. La disciplina del Gobierno y una mejor evolución de las cuentas financieras del BCCR compensaron el menor superávit de las instituciones públicas.

---

[23] Esta cifra difiere de la variación del saldo de RIN pues este último considera la reclasificación del aporte al Fondo Latinoamericano de Reservas, por EUA$159,7 millones, de un activo de reserva a otros activos externos; realizada a partir de noviembre de 2007.

[24] El precio promedio CIF de hidrocarburos importados por Costa Rica pasó de EUA$61,5 en diciembre de 2006 a EUA$97,97 por barril un año después. El precio promedio anual fue de EUA$70,8 y EUA$78,8 por barril en el 2006 y 2007, en ese orden; este último valor superior a lo previsto en el Programa Macroeconómico (EUA$71,5) y en la revisión del Programa (EUA$75,3).

[25] 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). Las cifras de la muestra de instituciones públicas corresponden a noviembre de 2007 y en el caso del Gobierno se utilizó el flujo de efectivo acumulado a diciembre 2007.

Los principales determinantes del resultado financiero del Gobierno Central fueron los buenos resultados en materia de recaudación tributaria y un menor gasto financiero. Particularmente, en los primeros once meses de 2007 la recaudación tributaria creció en términos nominales un 27,3% (24% un año atrás), producto del comportamiento de la actividad económica y de medidas para controlar la evasión y mejorar la recaudación tributaria.

Por su parte, el gasto en intereses de la deuda pública disminuyó en 3,4%, asociada con el descenso en las tasas de interés locales y el menor requerimiento de recursos financieros por parte del Fisco. En lo que respecta a los gastos del Gobierno netos de intereses, éstos crecieron en un 25,7% (14,8% en igual período de 2006); incremento explicado por mayores transferencias corrientes y de capital, en buena medida destinadas a la atención de programas de índole social, como el aumento en pensiones del régimen no contributivo de la CCSS, el programa "Avancemos" (becas para estudiantes de bajos ingresos) y las transferencias al Consejo Nacional de Vialidad (CONAVI).

El resto del sector público no financiero reducido acumuló a noviembre de 2007 un menor superávit financiero (1,7% y 2,3% del PIB en el 2007 y 2006, en ese orden). Este resultado evidenció el comportamiento de todas las instituciones de la muestra, especialmente de la CCSS y del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE). En ambos casos como resultado de una mayor compra de bienes y servicios y menores intereses generados por sus inversiones en títulos valores.

Por último, el BCCR también contribuyó en la mejora en las finanzas públicas. En términos del PIB su déficit pasó de 1,1% en el 2006 a un 0,7% un año después[26]. Los principales determinantes de este comportamiento fueron el menor costo financiero de sus pasivos (en promedio 4,5 p.p. más bajo que en 2006) y mayores ingresos por sus activos externos[27] y por la comisión por participar en la intermediación cambiaria. Estos efectos fueron reforzados por el cambio en la estructura patrimonial, observado desde el 2006[28], así como por el traslado de casi ¢85.000 millones por parte del Gobierno, que redujo el requerimiento del BCCR de colocar pasivos.

8. Inflación

El Programa Macroeconómico para el 2007 definió una meta de inflación del 8%, medida tanto por la variación del IPC como del ISI. Ello implicaba bajar el ritmo de crecimiento anual de los precios internos en 1,4 p.p. y 2,6 p.p., respectivamente.

En el 2007 los distintos indicadores de inflación disponibles mostraron trayectorias disímiles.

[26] El déficit devengado según metodología de cuentas monetarias ascendió a ¢96.269 millones.
[27] El rendimiento medio fue 0,8 p.p. superior en el 2007, efecto que incluye la ganancia de capital asociada a la venta de títulos de la cartera de inversiones externas del Banco Central.
[28] La relación activos con rendimiento a pasivos con costo fue de 0,83%, 1,08% y 1,19% en el 2005, 2006 y 2007, en ese orden.

Cuadro 1. Indicadores de inflación

	Variación interanual	
	Dic-06	Dic-07
IPC	9,4	10,8
Transables	9,5	7,2
No transables	9,8	13,2
Regulados	8,7	11,1
No regulados	9,7	10,7
ISI	10,6	8,7
Resto IPC	7,2	14,9

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

a. La inflación anual, tomando como referencia la variación del IPC, fue de 10,8%, superior en 1,4 p.p. a la del año previo y en 2,8 p.p. al objetivo inflacionario.

El principal elemento dinamizador del IPC fue el grupo de alimentos, que creció un 22% y aportó casi 4 p.p. a la inflación del año. Este grupo estuvo afectado por choques externos y restricciones de oferta originadas por problemas climáticos en el país.

Particularmente en el campo externo hubo un aumento significativo en la cotización de granos. Las razones que lo explican son variadas. Por un lado, la mayor demanda mundial por alimentos básicos, en respuesta al dinamismo de economías asiáticas (en lo fundamental, China e India) y al uso de granos (principalmente maíz) como insumo para la elaboración de bioenergéticos. Por otro, condiciones climáticas adversas afectaron la producción de granos de sus principales proveedores mundiales (Australia, Canadá, Estados Unidos, entre otros), lo que reforzó el efecto de un bajo nivel de inventarios de estos bienes a nivel global.

Cuadro 2. Variación anual de precios al consumidor y del grupo "alimentos" para muestra de países

	2006		2007		
	IPC	Alimentos	IPC	Alimentos	Meta
América					
Brasil	2,1	1,2	4,6	10,8	4,5 (±2p.p.)
Canadá	1,7	3,8	2,4	32,4	2 (±1p.p.)
Chile	2,6	3,0	7,8	8,9	3% (±1p.p.)
Colombia	4,5	5,7	5,7	8,5	3,5%-4,5%
Costa Rica	9,4	10,1	10,8	22,0	8%
El Salvador	4,9	5,3	4,9	6,5	3%-4%
EUA	2,6	2,2	4,1	4,8	
Guatemala	5,8	6,5	8,8	11,9 2/	5% (±1p.p.)
Honduras	5,3	6,1	8,9	15,4	5%-6%
México	4,1	5,1	3,8	7,5	3% (±1p.p.)
Nicaragua	9,5	11,3	16,9	24,9 2/	9%-9,5%
Panamá	2,2	2,0	6,4	10,4 2/	3%
Venezuela	17,0	26,7	22,5	31,3	12%-14%
Zona Euro 1/	1,9	2,7	3,1	4,3	

1/ Corresponde al índice harmonizado.

2/ Incluye alimentos y bebidas.

Fuente: sitios web de los bancos centrales y Consejo Monetario Centroamericano.

La influencia de este choque externo sobre la inflación no fue exclusivo de Costa Rica[29], como tampoco lo fue el repunte en la inflación general y la existencia de desvíos en relación con la meta formulada por los bancos centrales, como se aprecia en el cuadro 2.

El segundo grupo más inflacionario dentro del IPC fue "Transporte", que creció un 16,4% y explicó 1,8 p.p. de la variación anual de este índice. Este comportamiento también fue una manifestación de un choque externo: el encarecimiento del crudo y sus derivados, que ya se prolonga por más de cuatro años. Las causas de este fenómeno están vinculadas con restricciones de oferta mundial del producto en un contexto de demanda creciente, situación agravada por la incertidumbre que generan los problemas geopolíticos en el Medio Oriente.

b. El ISI, que procura medir la inflación de mediano y largo plazo, acumuló en diciembre 2007 una variación de 8,7%, la más baja observada en igual período de los últimos doce años; aún así, mostró un ligero desvío (0,7 p.p.) en relación con la meta del Programa Macroeconómico. El comportamiento del ISI estuvo determinado por los bienes, que explicaron un 58% de la variación anual, y dentro de ellos el grupo de alimentos reportó el mayor aporte positivo, pues algunos de ellos evidenciaron el efecto del ya comentado encarecimiento de los granos básicos en el mercado internacional. En relación con los servicios del ISI, el mayor aporte positivo provino de los servicios de comida fuera del hogar.

c. La inflación de los "transables" fue de 7,2% (2,3 p.p. menos que en 2006), en el tanto la apreciación del colón compensó, en alguna medida, el impacto de las mayores cotizaciones internacionales de materias primas. Por su parte, el crecimiento de los precios del componente "no transable" del IPC repuntó (13,2% en 2007 y 9,8% un año atrás); en esta subcanasta el grupo de alimentos fue el más dinámico (granos, carnes, productos agrícolas y huevos), aunque también destacó el aporte positivo de servicios de comida fuera del hogar, educación y transporte público.

d. En cuanto al índice de precios de bienes y servicios regulados, éste creció un 11,1% (2,4 p.p. más que en 2006), impactado por el precio de los combustibles y la fijación de tarifas de servicios regulados (electricidad, agua y transporte público), que entre otros parámetros consideraron la inflación del período anterior y el ajuste en salarios nominales. Los bienes y servicios no regulados del IPC, por otra parte, aumentaron un 10,7%, tasa superior en un punto porcentual a la registrada un año antes.

Como se desprende de los comentarios anteriores, la inflación en el 2007 estuvo afectada por choques externos y perturbaciones de oferta, por lo que, al aislar estos efectos[30] se estima que las

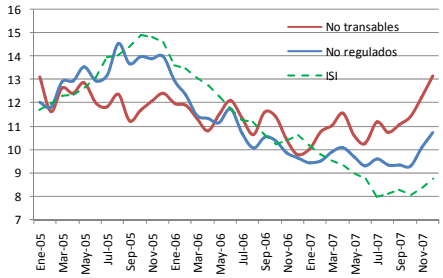
[29] El impacto del choque externo sobre la inflación varía en función de la importancia relativa de los bienes afectados dentro de la canasta de consumo de cada país y de cuál es el tipo de producto incorporado en esa canasta. En el caso costarricense, el precio de los alimentos estuvo influido, además, por condiciones climáticas adversas que afectaron la oferta interna de productos agrícolas a finales de año y contribuyeron a que el precio de estos bienes subiera en 38,5% y explicaran un 30,7% del aumento en el precio de los alimentos.

[30] Por un lado se estimó el efecto de choques externos y perturbaciones de oferta, suponiendo que los productos afectados directamente por ellos crecieron a un ritmo similar al resto de la canasta del IPC. Este supuesto se aplicó a parte del grupo de alimentos (pan y cereales; carnes, lácteos y huevos; hortalizas, leguminosas y tubérculos y; frutas) y a combustibles. La estimación indicó que 2,7 p.p. de la inflación estuvo explicada por estos efectos.
Por otro lado, si se elimina de la canasta del IPC los subgrupos "alimentos" y "combustibles", el IPC hubiera crecido un 7,9% en el 2007. De manera similar, de excluir el subgrupo de "alimentos" de las canastas del ISI y de bienes y servicios no transables, la inflación hubiera sido de 7,1% y 10,4%, respectivamente.

variaciones del IPC y del ISI se hubieran ubicado en torno al 8% y al 7%, respectivamente. No obstante, es preciso señalar que, a pesar de los valores antes señalados, los distintos indicadores ajustados de inflación y, particularmente, el de los bienes y servicios no transables, mostraron una tendencia alcista en el último cuatrimestre del año.

Por tanto, aún cuando la inflación en el 2007 respondió a choques externos y a restricciones internas de oferta de algunos bienes agrícolas, que la desviaron del objetivo inflacionario, también evidenció un alto grado de indexación (inercia inflacionaria), con ajustes salariales y fijación de tarifas de bienes y servicios regulados que reconocieron la inflación pasada. De igual manera, reflejó expectativas inflacionarias crecientes e incluso, el comportamiento de algunos componentes de la inflación fue consistente con la existencia de presiones de demanda.

Gráfico 2. ISI, IPC no transable e IPC no regulado (tasas de crecimiento interanual)



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

9. Política monetaria y cambiaria 2008-2009

Las acciones de política del Banco Central en el bienio 2008-2009 están enmarcadas en su estrategia de mediano plazo de llevar la inflación a niveles similares a los que muestran nuestros socios comerciales. Sin embargo, el Banco reconoce que los choques externos que enfrentó la economía en el 2007 y la actual coyuntura internacional de alta incertidumbre en los mercados financieros inciden de manera importante en el sendero de desinflación.

Más puntualmente, en el campo externo, la proyección de las cotizaciones internacionales de las principales materias primas señala incrementos importantes en el 2008, aunque de menor cuantía que los registrados el año previo y, el panorama sobre la evolución de la economía estadounidense y su efecto sobre los mercados financieros es, todavía, incierto. Afortunadamente, la economía interna está ahora mejor preparada que en el pasado para enfrentar este tipo de circunstancias[31].

El Banco Central sabe que el proceso de romper la inercia inflacionaria y de alinear las expectativas de inflación a su meta es un proceso gradual; el cual se complica no solo por los choques externos ya mencionados, sino también por la persistencia de ingresos de capital, pues, en la actual coyuntura cambiaria, éstos limitan el uso de la tasa de interés de corto plazo como instrumento de política monetaria.

[31] Disciplina fiscal, un nivel satisfactorio de reservas internacionales y menores razones de deuda (tanto interna como externa), entre otros indicadores.

Para enfrentar esas limitaciones y ampliar sus grados de libertad, durante el bienio 2008-2009 el Banco Central acelerará el proceso de migración hacia un esquema de Metas de Inflación, que le permita alcanzar la convergencia de la inflación interna hacia las tasas que muestran nuestros principales socios comerciales.

Particularmente, para el 2008 el Banco Central establece como objetivo que la inflación, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor, se ubique en un 8%, con un rango de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y otro hacia abajo. Ello significa reducir el ritmo de crecimiento de los precios internos en casi 3 p.p., en relación con el resultado de 2007. De manera informativa, la proyección de la variación del Índice Subyacente de Inflación para el 2008 es de 7% (± 1%). Para el 2009, la meta de inflación, medida con el IPC, es de un 6% con igual rango de tolerancia (± 1%), en tanto que la proyección para el ISI es de 5% (± 1%).

En materia cambiaria, el BCCR tiene el compromiso de consolidar el esquema de bandas cambiarias, como paso previo para migrar hacia un régimen de flotación cambiaria[32], y posibilitar así mayores espacios de acción para su política monetaria.

En el campo monetario, los esfuerzos actuales están orientados a mejorar la efectividad de los instrumentos de control monetario. Para ello procurará el traslado de recursos mantenidos en instrumentos de muy corto plazo hacia otros a plazos mayores, y así reducir la posibilidad de que estos fondos se materialicen en presiones adicionales sobre el gasto interno. Esto, unido a una menor intervención del Banco Central en el mercado cambiario, es consistente con el replanteamiento de los instrumentos de control monetario, que procura que en la gestión de liquidez (operaciones de muy corto plazo) prevalezcan consideraciones de estabilización monetaria y, en la gestión de los pasivos de mediano y largo plazo razones de costo y manejo de riesgo de refinanciamiento. Esto facilitará la transmisión de la política monetaria y mejorará su efectividad.

Además, el Banco Central, en coordinación con el Ministerio de Hacienda, continuará con los esfuerzos de promover la aprobación en la Asamblea Legislativa de una ley de capitalización de la Institución, con el fin de buscar una solución permanente a una de las fuentes estructurales de inflación en el país.

En síntesis, la política del Banco Central es continuar avanzando hacia el establecimiento de un esquema de Metas de Inflación, el cual, como se sabe, requiere para su operación de flexibilidad cambiaria y del uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria.

El escenario macroeconómico para el bienio 2008-2009 incluido en el cuadro 3 está sustentado en las siguientes consideraciones:

a. Las proyecciones de crecimiento económico para la economía estadounidense en el 2008 se ubican en 1,6%[33], lo que denota una desaceleración en relación con el año previo, producto principalmente de la incertidumbre que genera la crisis en el mercado inmobiliario de ese

[32] Mecanismo en el que el tipo de cambio es determinado por el mercado. El Banco Central interviene de manera discrecional y esporádica para moderar fluctuaciones no deseadas en el precio de la divisa.

[33] Entre las fuentes consultadas están Consensus Forecasts (diciembre 2007), World Economic Outlook (octubre 2007), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD), Unidad de Inteligencia de The Economist y el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

país. Precisamente en este contexto, los analistas consideran reducciones adicionales en las tasas de interés en el mercado internacional[34].

b. La inflación de Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, se proyecta en 2,2% para el cuarto trimestre de 2008 (con una tasa media anual de 2,7%), después de registrar un crecimiento de 4,1% al cierre de 2007.

   En el caso del precio del crudo, dada la expectativa de que prevalezca la volatilidad en este mercado, los analistas consideran que éste se mantendrá en niveles altos, similares a los observados a finales de 2007. Lo anterior hizo suponer que el precio promedio del cóctel de hidrocarburos que importa Costa Rica podría alcanzar EUA$102,5 por barril en el 2008[35].

   Por su parte, las expectativas sobre el precio internacional de los granos, reflejadas en los precios a futuro para entrega en diciembre de 2008, contemplan incrementos anuales en el trigo, maíz, soya y arroz de 2,5%, 10%, 14% y 5%, en ese orden, los cuales, si bien positivos, son inferiores a los del año previo[36]. Ello permite esperar un menor impacto de este tipo de bienes en la inflación doméstica.

Con base en estas consideraciones y la información analizada en este informe, se proyecta que las principales variables de la economía costarricense se caractericen por:

Un aumento del producto en términos reales de 3,8% (6,8% en el 2007). En el menor crecimiento económico tendrían especial incidencia la desaceleración prevista para la economía estadounidense, que afectaría de manera directa aquellas industrias que colocan su producto en ese mercado y, en particular, la producción de empresas ligadas a regímenes especiales de comercio. Además de los efectos de una menor demanda externa, se estima que algunas actividades agrícolas lograron incrementos en productividad en el pasado reciente, que en el 2008 no serían replicables, asimismo es difícil prever incrementos en el área cultivada de ciertos productos. Estos efectos serían parcialmente compensados por un mayor gasto público (proyectos de fortalecimiento de la producción de energía eléctrica y desarrollo de redes de telecomunicación; el mejoramiento y reconstrucción de las principales vías nacionales, así como la ejecución de obras de seguridad social).

El crecimiento en el 2008 del ingreso nacional disponible bruto en términos reales se estima en 5,3%, tasa que si bien es menor a la observada en el bienio previo (7,7%, en promedio), supera de manera importante los resultados obtenidos para esta variable en el período 2000-2005, cuando el incremento medio anual se ubicó en 3,3%.

Por su parte, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se estima aumentará a un 6,3% en el 2008, reflejo, principalmente del mayor gasto por factura petrolera. Al igual que en años previos, los ingresos por inversión extranjera serán la principal fuente de financiamiento de ese desequilibrio, pero complementados con un mayor ingreso de capitales para el sector público.

---

[34] Información tomada de Blomberg el 23 de enero, 2008 contempla bajas importantes en estos indicadores. Por ejemplo, la tasa promedio a 30 días en el 2008 se proyecta en 2,4% (el promedio para el 2007 fue de 5,2%).

[35] La variación promedio del precio del coctel es de 30% en el 2008, en tanto que la variación anual en diciembre 2008 se ubica en 5%

[36] Información tomada de Bloomberg el 24 de enero, 2008. El incremento anual del precio de estos productos en el 2007 fue de 79%, 17%, 44% y 34%, respectivamente.

Los principales agregados monetarios y financieros se prevé mostrarán tasas de crecimiento acordes con el comportamiento de la producción nominal, apoyados por una política fiscal mesurada y una participación activa del Banco Central para influir en los niveles de liquidez de la economía.

En resumen, el período 2008-2009 se presenta con un menor crecimiento de la producción, afectado por la desaceleración de la economía estadounidense; con un déficit persistente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, al continuar el país haciendo uso del ahorro externo, principalmente en la forma de inversión extranjera; pero con avances en el proceso de reducción de la inflación doméstica, al profundizarse las acciones necesarias para el establecimiento del esquema de Metas de Inflación.

Cuadro 3. Principales proyecciones macroeconómicas

		Proyecciones	
	2007	**2008**	**2009**
PIB			
Real	6,8%	3,8%	4,9%
Nominal	17,7%	14,2%	13,0%
Deflator implícito	10,2%	9,9%	7,7%
Ingreso nacional disponible bruto (en términos reales)	7,5%	5,3%	
Inflación (tasa anual dic-dic)			
Meta, medida con IPC	10,8%	8% (± 1%)	6% (± 1%)
Medida con ISI -informativa-	8,7%	7% (± 1%)	5% (± 1%)
Balanza de Pagos			
Cuenta corriente (%PIB)	-5,9%	-6,3%	-5,8%
Cuenta comercial (%PIB)	-13,6%	-14,3%	-14,2%
Cuenta de Capital y financiera (mill $)	2.696	2.725	2.072
Sector Público	(68)	269	(211)
Sector Privado	2.765	2.456	2.283
Del cual Inversión Extranjera Directa	1.885	1.634	1.388
Sector Monetario (variac. %)			
Liquidez total	15,3%	15,0%	16,9%
Crédito sector privado	38,8%	18,9%	17,7%
Sector Público Global Reducido (% PIB)			
Resultado financiero	1,6%	-0,5%	-1,3%
Gobierno 1/	0,7%	-0,5%	-1,1%
Resto SPNF 2/	1,7%	0,8%	0,8%
BCCR	-0,7%	-0,8%	-1,0%

1/ Para 2007 se utilizó información base caja acumulada a diciembre. Los datos para el 2008 y el 2009 corresponden a estimaciones preliminares proporcionadas por el Ministerio de Hacienda.

2/ Para 2007 se utilizó información acumulada a noviembre de una muestra de instituciones del sector público no financiero. Los datos para el 2008 y el 2009 corresponden a estimaciones preliminares proporcionadas por el Ministerio de Hacienda.

Debe quedar claro que el Banco Central tomará las acciones de política monetaria y cambiaria que considere necesarias ante cambios en la coyuntura macroeconómica, con el fin de procurar que la inflación doméstica se ubique dentro del rango definido en el Programa Macroeconómico.

10. Balance de riesgos

Las proyecciones macroeconómicas antes dadas fueron elaboradas 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 planteada en el presente ejercicio, así como las políticas monetaria y cambiaria vigentes.

a. En el campo externo, la economía costarricense, como cualquier otra economía abierta y pequeña, depende de manera importante de diversos choques externos, entre los cuales sobresalen dos.

   - En primer lugar, la desaceleración de la economía estadounidense y el efecto que ello pueda tener sobre los mercados financieros y por ende, sobre las condiciones de acceso a financiamiento en los mercados internacionales. Un deterioro mayor al previsto se traduce en una mayor contracción de la demanda externa, con las consecuencias directas sobre el ingreso y, por ende, sobre el gasto interno. Por otra parte, reducciones importantes en las tasas de interés en los mercados internacionales, si bien estimulan la actividad económica externa, podrían constituir un incentivo para el ingreso de capitales de corto plazo, lo que dificulta la ejecución de la política monetaria por parte del BCCR.

   - En segundo lugar, es necesario tomar en consideración que, tal como ocurrió en el 2007, un encarecimiento de las materias primas, en particular del petróleo y de los granos básicos, por encima de lo previsto, tiene un efecto directo e inmediato sobre el comportamiento de los precios domésticos.

b. En el campo interno se visualizan varios riesgos. Por un lado, la disponibilidad de fondos prestables por parte de la banca comercial, que podría materializarse en un mayor impulso de la demanda, con implicaciones directas sobre los componentes de la inflación más sensibles a la demanda.

   Por otro, presiones fiscales mayores a las previstas. La disciplina fiscal ha sido un factor que ha apoyado la reducción de la inflación en los últimos años, pues contribuyó a moderar las presiones de demanda en la economía. En consecuencia, un déficit financiero del sector público mayor a lo considerado en las proyecciones podría dificultar la consecución de la meta inflacionaria.

   Por último, la ausencia de una ley que autorice la capitalización parcial del BCCR a partir de 2008, de forma tal que permita compensar, al menos, el efecto inflacionario de las pérdidas de la Institución; así como la persistencia de un alto grado de indexación en la economía costarricense y de expectativas de inflación que no converjan hacia el objetivo planteado por el Banco Central, son factores que reducen las posibilidades de alcanzar con mayor celeridad inflaciones similares a las de los socios comerciales en el mediano plazo.