

Licenciado
William Calvo V., director
División Económica

Everardo Vargas R., director
Departamento Monetario

PROGRAMA MONETARIO 2004-2005.

12 de enero del 2004
DM-008

Adjunto ejercicio del Programa Monetario 2004-2005 para ser considerado por la Junta Directiva de la Institución. Este documento contiene una breve exposición de los objetivos de política del Banco Central, un diagnóstico de la economía al finalizar el año 2003, el esbozo de la estrategia de política y los pronósticos que contempla el ejercicio de programación financiera, así como una descripción de las características de la política monetaria en Costa Rica.

BCCR

PROGRAMA MONETARIO 2004-2005



BANCO CENTRAL de COSTA RICA

Enero 2004

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

Ing. Alberto Dent Zeledón

Vicepresidente

Dr. Luis Mesalles Jorba

Directores

MAE Manrique Constenla Umaña

Lic. Jorge Alfaro Alfaro

Licda. Hilda Pepita Echandi Murillo

MEE. José Eduardo Angulo Aguilar

El artículo 14, inciso 6), de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) establece la obligatoriedad de que la Institución publique, en el mes de enero de cada año, el Programa Monetario que se propone ejecutar, así como la presentación de un informe semestral sobre la ejecución de dicho Programa o cada vez que sea modificado.

En cumplimiento de lo anterior, se presenta el “Programa Monetario 2004-2005”, el cual contiene un diagnóstico de la situación económica reciente así como las acciones de política que en materia monetaria y cambiaria pretende ejecutar el Banco Central en los próximos dos años.

Con la publicación de estos informes la Institución pone de manifiesto su interés de procurar una mayor transparencia de sus acciones, que genere más certidumbre entre los agentes económicos en el proceso de toma de decisiones y así contribuir a la estabilidad económica.

CONTENIDO

I.	Objetivos de Política del BCCR	1
II.	Programa Monetario 2004-2005	2
2.1	Diagnóstico del 2003	2
2.1.1	Comportamiento reciente de la inflación	2
2.1.2	Contexto internacional	3
2.1.3	Oferta y demanda agregadas	4
2.1.4	Situación financiera del Sector Público Global Reducido	6
2.1.5	Balanza de pagos, flujos de capital y tipo de cambio	7
2.1.5.1	Cuenta corriente	8
2.1.5.2	Cuenta Financiera	9
2.1.5.3	Política cambiaria	9
2.1.6	Indicadores monetarios y crediticios	10
2.1.6.1	Acciones de política monetaria	10
2.1.6.2	Cuentas del Banco Central	11
2.1.6.3	Agregados monetarios	12
2.1.6.4	Crédito al sector privado	15
2.1.7	Tasas de interés	15
2.2	Estrategia de política y pronósticos	16
2.2.1	Objetivos del Programa Monetario 2004-2005	16
2.2.2	Perspectivas para el bienio 2004-2005	18
2.2.2.1	Entorno internacional	18
2.2.2.2	Principales variables macroeconómicas	19
2.2.2.3	Política monetaria en el 2004 y en el 2005	21
2.2.2.4	Balance de riesgos	23
III.	Política Monetaria en Costa Rica	23
3.1	Contexto	24
3.2	Esquema de ejecución	25
3.3	Modelo de programación utilizado	25
3.4	Condicionantes	28
	Anexo 1: Instrumentos de política del Banco Central	33
	Recuadro 1: Comportamiento reciente del déficit del Banco Central	13
	Recuadro 2: Estimaciones de la demanda por dinero para el Programa Monetario 2004-2005	27
	Recuadro 3: El Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala y su aplicación en el ejercicio de Programación Monetaria	30
	Recuadro 4: Mejoras Introducidas al seguimiento del Programa Monetario de corto plazo	32

I. **Objetivos de política del BCCR**

El artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558 de noviembre 1995), establece como principal objetivo de esta Institución “... *mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas...*”¹.

Este objetivo tiene dos aristas relacionadas entre sí. En el primero de los casos busca lograr una inflación baja y estable, bajo la premisa de que la mejor contribución que el Banco Central puede hacer a la sociedad es la estabilidad de precios. Por su parte, con la estabilidad externa la Institución procura alcanzar un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, tal que no genere presiones sobre el tipo de cambio, dada la pauta de devaluación establecida bajo la operativa del régimen de minidevaluaciones.

El logro de una inflación baja y estable contribuye a facilitar los planes de ahorro e inversión en el largo plazo, con el consecuente efecto positivo sobre el sector productivo y el desarrollo del país. Lo anterior por cuanto:

- Estimula el crecimiento de la producción, al permitir una mejor asignación de los recursos por parte de los consumidores y de las empresas en la determinación de las sendas temporales del consumo e inversión. Ello porque reduce la incertidumbre acerca de la evolución futura de los precios.
- Facilita el desarrollo del mercado de capitales al disminuir los riesgos de mantener activos financieros a largo plazo, y aumenta la disponibilidad de fuentes de financiamiento para proyectos de largo plazo.
- Contribuye a preservar el valor del dinero, con un impacto particularmente positivo para los agentes económicos cuyos ingresos son fijos.
- Reduce las distorsiones en lo referente a la distribución del ingreso y del sistema tributario, favoreciendo la justicia social.

Para asegurar la convertibilidad interna y externa de la moneda nacional, la Institución debe mantener un nivel adecuado de reservas monetarias internacionales (RIN) y realizar una gestión eficiente de éstas, pues constituyen su activo más importante.

¹ Adicionalmente, el mismo artículo asigna al Banco Central los siguientes objetivos subsidiarios: i) promover el ordenado desarrollo de la economía costarricense, ii) velar por el buen uso de las reservas monetarias internacionales de la Nación para el logro de la estabilidad económica general, iii) promover la eficiencia del sistema de pagos interno y externo y mantener su normal funcionamiento y, iv) promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo.

II. Programa Monetario 2004-2005

Como punto de partida del Programa Monetario para el próximo bienio, se presenta un diagnóstico de la situación económica del país, a fin de identificar las fuentes de los principales desequilibrios que pueden afectar negativamente el desempeño futuro de la economía costarricense y, en cuya corrección podría influir la política del Banco Central. Posteriormente, se presenta la estrategia de política a seguir por parte de la Institución, dadas las perspectivas de la economía costarricense para el próximo bienio.

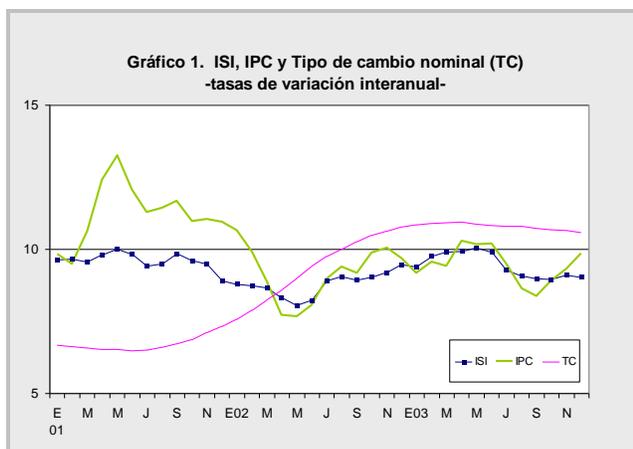
En el capítulo III del documento, se exponen las principales consideraciones en torno a la política monetaria que ejecuta el BCCR, dentro de la cual se enmarca el Programa Monetario 2004-2005.

2.1 Diagnóstico del 2003

2.1.1 Comportamiento reciente de la inflación

En el 2003 la inflación estuvo acorde con la meta del Programa Monetario y, por segundo año consecutivo registró una tasa de un dígito. El ISI exhibió una desaceleración con respecto a lo observado en el 2002.

Finalizado el 2003 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) mostró un crecimiento anual de 9,9%, ligeramente superior al del 2002 (9,7%) y en línea con la meta establecida en el Programa Monetario (10%). Por segundo año consecutivo registró una tasa media anual de 9,3%.



Por otra parte, el Índice Subyacente de Inflación (ISI), el cual capta el nivel más permanente de la evolución general de los precios², alcanzó un incremento anual de 8,9%, inferior al del 2002 (9,5%).

² Está asociado más directamente con la política monetaria y recoge presiones inflacionarias de demanda, de devaluación y de cambios en las expectativas de inflación.

El manejo ejercido por el Banco Central sobre los medios de pago ha contribuido a reducir la presión inflacionaria³, pues el colón mostró una depreciación real y los precios de los bienes regulados crecieron a una tasa mayor que el índice general. En síntesis, lo más relevante en cuanto al movimiento de los precios fue:

- La transmisión de la devaluación a la inflación fue más pronunciada en el primer semestre del año. Los precios de bienes no agrícolas, principal componente del IPC e ISI, volvieron a variaciones interanuales cercanas a las que presentaron en el segundo semestre del 2002 (9%), conforme se redujo la incidencia de la devaluación.
- El crecimiento del componente regulado y algunos servicios específicos, si bien se ha desacelerado en los últimos dos años, registró tasas interanuales superiores al 10%⁴.
- El bajo crecimiento medio de los precios de productos agrícolas fue un factor favorable en el resultado del IPC, pues solo crecieron un 1,1% en el 2003 (12,7% un año atrás). Este comportamiento compensó el efecto adverso del componente regulado en el IPC y contribuyó a que, en la mayor parte del año, la tasa anual del IPC fuera muy similar a la del ISI, el cual excluye estos grupos por su alta volatilidad.

2.1.2 Contexto internacional

En el 2003 se presentó un ligero repunte en el crecimiento económico de los principales socios comerciales del país.

Las estimaciones del 2003 ubican el crecimiento ponderado del Producto Interno Bruto de los diecinueve principales socios comerciales de Costa Rica en 2,0% (1,7% el año previo).

Cuadro 1. Evolución del PIB e Inflación de los Principales Socios Comerciales de Costa Rica								
-en porcentajes-								
	Crecimiento PIB				Inflación (IPC)			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Estados Unidos	0,3	2,4	2,6	3,9	2,8	1,6	2,1	1,3
Socios Europeos	1,4	0,8	0,6	1,9	2,7	2,2	2,0	1,7
Centroamérica	2,3	1,9	2,4	3,3	5,9	4,7	4,9	4,4
Resto de América ^{1/}	0,7	0,9	1,5	2,8	5,9	3,4	3,5	2,6
Japón	-0,3	0,2	2,0	1,4	-0,7	-0,9	-0,3	-0,6
Crec. Ponderado	0,8	1,7	2,0	3,1	3,5	2,3	2,5	1,9
Fuente: World Economic Outlook, setiembre del 2003.								
1/ Se excluye Venezuela por tener un comportamiento atípico.								

Estados Unidos creció un 2,6%, afectando favorablemente al resto de los principales socios comerciales, en especial los latinoamericanos, que a lo interno lograron ajustes económicos para reactivar sus mercados. Los

³ Se estima que la demanda interna creció en un 4% y 1,4% en el 2002 y 2003, en su orden.

⁴ Los grupos más inflacionarios se caracterizan porque sus precios se determinan en mercados poco competitivos y en donde la influencia de la política monetaria es muy limitada y/o responden a fijaciones de precios.

socios europeos, si bien al final del 2003 dieron señales de recuperación, registran un año de débil crecimiento (0,6%) con un deterioro en las finanzas públicas y tensiones por el no cumplimiento del Tratado de Masstricht. Japón contribuyó positivamente al desempeño económico mundial al crecer 2,0% en el 2003, por encima de lo registrado un año antes. Finalmente, los cuatro socios centroamericanos repuntaron en el 2003.

2.1.3 Oferta y demanda agregadas

En el 2003 la economía costarricense mostró un importante crecimiento, explicado principalmente por la producción destinada al mercado externo.

Luego de más de dos años de bajo crecimiento, la economía costarricense repuntó en el 2003 (5,6%), resultado principalmente del dinamismo de la producción destinada al mercado externo.

Cuadro 2. Producto Interno Bruto y Valor agregado por industria a precios constantes de 1991			
Tasas de variación anuales (en porcentajes)			
	2001	2002 ^{1/}	2003 ^{2/}
Producto Interno Bruto	1,0	2,9	5,6
Agricultura, silvicultura y pesca	1,4	(2,5)	4,7
Explotación de minas y canteras	6,4	(1,8)	5,6
Industria manufacturera	(9,1)	3,4	8,6
Construcción	14,4	(1,5)	6,7
Electricidad y agua	4,1	5,3	5,2
Comercio, restaurantes y hoteles	1,9	1,3	2,4
Transporte, almacenaje y comunicaciones	8,9	11,8	11,7
Establecimientos financieros y seguros	4,5	6,9	6,9
Bienes inmuebles	2,7	1,0	2,0
Otros servicios prestados a empresas	17,0	7,2	6,4
Servicios de administración pública	3,5	1,0	0,8
Servicios comunales, sociales y personales	1,7	4,0	3,3
Menos: Servicios financieros indirectamente medidos	3,8	13,4	9,8
1/ Preliminar.			
2/ Estimación.			

Particularmente destaca:

- El aumento en la producción de la Industria Electrónica de Alta Tecnología (IEAT), cuyas ventas al resto de mundo y Europa subieron notoriamente, y sus exportaciones a Estados Unidos, principal destino, mostraron un enérgico desempeño en el año (32%, frente a 12% en el 2002).
- El resto de la industria manufacturera también apoyó la positiva evolución de la economía. Las empresas del régimen de zonas francas, excluida la IEAT, experimentaron un sólido crecimiento, aunque menor al del 2002 (en torno al 8% en términos reales).
- Las firmas manufactureras no amparadas a regímenes especiales de comercio se recuperaron, al crecer en promedio 2,3%. En esto incidió

el repunte de ventas a Centroamérica y la mejora en la agroindustria tradicional⁵.

- Continuó el impulso productivo en los servicios de comunicaciones, en particular la telefonía celular e INTERNET.
- La recuperación de la actividad agropecuaria fue favorecida por el incremento en la producción de bienes exportables.

Cuadro 3. Producto Interno Bruto, importaciones y gasto			
Tasas de variación anuales calculada sobre niveles a precios constantes de 1991 (en porcentajes)			
	2001	2002 1/	2003 2/
Producto Interno Bruto a precios de mercado	1,0	2,9	5,6
Demanda interna	7,0	4,0	1,4
Gasto de consumo final de los hogares	1,1	3,2	2,7
Gasto de consumo final del Gobierno General	3,6	2,1	(0,6)
Formación bruta de capital fijo	2,6	6,6	11,3
Variación de existencias 3/	2,8	3,0	0,2
Cambio en las exportaciones netas	(5,8)	(1,2)	4,1
Exportaciones de bienes y servicios	(9,8)	4,2	11,1
Importaciones de bienes y servicios	1,1	6,3	2,3
1/ Preliminar.			
2/ Estimación.			
3/ Proporción del PIB.			

La moderada evolución de la demanda interna (4,0% y 1,4% en el 2002 y 2003, respectivamente) responde, entre otros factores a:

- Una menor acumulación de inventarios. En el 2002, la inversión en inventarios alcanzó un 3% como proporción del PIB, debido a la provisión de existencias de la IEAT; tal como estaba previsto, en el 2003 usó ese acervo acumulado y redujo sus compras de materias primas.
- Una desaceleración en el consumo final, dada la reducción del consumo del gobierno general⁶ y el moderado aumento del consumo de los hogares.
- La formación bruta de capital fijo se mantuvo dinámica durante todo el año con un crecimiento de 11,3%, impulsado por la inversión pública en maquinaria y equipo; la inversión privada mantuvo un ritmo similar al del 2002 (3,3% y 3,8% en 2003 y 2002, respectivamente), incidiendo principalmente el aumento en nuevas construcciones.

⁵ En el 2002 este grupo mostró un decrecimiento, resultado del descenso en la producción de la agroindustria tradicional –en particular de la producción de café, azúcar y carne-, la caída de las exportaciones a Centroamérica y el estancamiento del resto de actividades.

⁶ En términos reales se redujo la compra de bienes y servicios para la prestación de servicios de administración pública, pero la aplicada a servicios de salud y educación continuó aumentando.

2.1.4 Situación financiera del Sector Público Global Reducido⁷

En general, las acciones en materia tributaria y de contención del gasto público permitieron una mejora fiscal durante el 2003, especialmente en el Gobierno Central, aunque algunas de estas medidas no fueron de tipo estructural.

Según cifras preliminares, el déficit del Sector Público Combinado Reducido (SPGR), acumulado a octubre del 2003, representó un 3,5% del PIB, inferior en 0.6 p.p. al registrado en igual lapso del 2002. Incidió, en buena medida, el menor déficit del Gobierno Central, determinado en términos generales por la implementación del Plan de Contingencia Fiscal y un control más efectivo de los gastos del Gobierno, lo cual permitió retornar a relaciones respecto al PIB similares a las registradas en años previos al 2002. Particularmente, el superávit primario⁸ aumentó y en los primeros diez meses del año ascendió a ₡106.517 millones, más del triple de lo observado el año anterior.

Cuadro 4. Resultado Financiero del Sector Público Global Reducido			
Cifras acumuladas a octubre como porcentaje del PIB			
	2002	2003	Diferencia
Total Sector Público Global	-4,01	-3,45	-0,56
Banco Central de Costa Rica	-1,17	-1,29	0,12
Sector Público No Financiero	-2,84	-2,16	-0,68
Gobierno Central	-3,13	-2,27	-0,86
<i>Resultado Primario</i>	0,58	1,53	0,95
Resto del Sector Público no Financiero	0,29	0,11	-0,18

Fuente: Elaborado con información suministrada por el Ministerio de Hacienda e instituciones públicas.

Los ingresos del Gobierno mostraron un crecimiento nominal de 17,2% en los primeros 10 meses del año (7,0% en términos reales), siendo factores determinantes la entrada en vigencia de la Ley de Contingencia Fiscal y la amnistía tributaria decretada por el Gobierno para el primer cuatrimestre del año, los cuales permitieron una mayor recaudación tributaria, destacando:

- El aumento de 28,4% (₡170.217 millones) en el ingreso por impuesto sobre la renta.
- El crecimiento de 16% en el rubro de "otros impuestos" y aduanas⁹.
- El ligero incremento en los ingresos por impuesto de ventas (₡126.059 millones, 3,8%¹⁰).

⁷ Los comentarios de este aparte se sustentan en cifras a octubre del 2003.

⁸ Ingresos totales menos gastos totales, sin incluir el pago de intereses.

⁹ Se analizan conjuntamente pues el gravamen por importación de combustibles clasificado en "otros usos", anteriormente se clasificaba en impuestos aduaneros.

¹⁰ Este crecimiento fue bajo, en parte por la disminución del ingreso generado por el ICE, pues durante este año dicha entidad hizo más importaciones exoneradas de impuestos que el año previo. Las importaciones del ICE en el período enero-octubre del 2002 y del 2003 ascendieron a \$108,4 millones y \$260,7 millones, en su orden.

Los gastos del Gobierno¹¹ se desaceleraron, registrando a octubre un crecimiento nominal de 9,6%, como consecuencia de la directriz del Poder Ejecutivo para limitar el crecimiento del gasto total de instituciones públicas a un máximo de 5,9% con respecto al nivel del año previo (excluidos salarios, pensiones e intereses), así como a una mayor contención del gasto.

El Gobierno atendió sus necesidades de caja y otras obligaciones financieras, principalmente, con la colocación neta de bonos en el mercado interno (¢101.150 millones) y en menor cuantía con fondos externos netos (¢57.257 millones). Sin embargo, el gasto por intereses sobre la deuda externa aumentó su participación en alrededor de 2 p.p. con respecto al gasto total por intereses.

El superávit generado por el resto del sector público no financiero reducido (RSPNFR)¹² disminuyó en 0,2 p.p. del PIB, consecuencia de la desmejora en la posición financiera del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) y de la Refinería Costarricense de Petróleo (RECOPE). En el primer caso influyó el aumento en los gastos de inversión que llevó a mayores importaciones con respecto al 2002. En el caso de RECOPE, incidió el alza en el precio internacional del barril de petróleo (de \$27,1 en el 2002 a \$34,3 en el 2003), así como el rezago en el ajuste de precios, propio del modelo utilizado.

Por último, el déficit acumulado del Banco Central se ubicó al cierre del 2003, en un 1,56% del PIB, mayor al observado en el lapso previo. Este particular se trata con mayor detalle en el recuadro 1.

2.1.5 Balanza de pagos, flujos de capital y tipo de cambio

En el 2003 se mantuvo el porcentaje que representa el déficit en cuenta corriente respecto al PIB similar al del año previo, no obstante los flujos de capital permitieron financiarlo y acumular reservas monetarias internacionales.

En el 2003 el sector externo evolucionó en un entorno internacional caracterizado por un mayor crecimiento en la actividad económica mundial con respecto al 2002, aunque los términos de intercambio reflejaron un deterioro.

¹¹ Destacan el menor crecimiento en transferencias, especialmente a los sectores privado y externo (11,4 p.p. menos que en igual período del 2002); la caída de un 25,4% en gastos de capital y un menor aumento en el rubro de intereses sobre la deuda (18% en el 2003 y 22,6% en el 2002).

¹² Incluye la muestra de 4 instituciones del sector público que maneja la Secretaría Técnica de la Autoridad Presupuestaria.

Cuadro 5. Balanza de Pagos			
Cifras en porcentajes del PIB			
	2001	2002	2003 1/
Cuenta Corriente/PIB	-4,5%	-5,7%	-5,7%
Cuenta Comercial / PIB	-7,2%	-9,9%	-9,1%
Balance de Servicios / PIB	6,6%	6,4%	7,0%
Balance de Renta / PIB	-4,8%	-3,2%	-4,8%
Inversión directa / PIB	2,8%	3,9%	3,4%
Capital Privado / PIB	4,2%	6,2%	5,7%
1/ Cifras preliminares.			

Paralelamente, las autoridades económicas continuaron con la política de inserción en los mercados internacionales, destacando los avances en el tratado de libre comercio entre Centroamérica y Estados Unidos (CAFTA) y la búsqueda de un mejor perfil del endeudamiento externo. Por su parte, la política cambiaria siguió orientada a mantener la rentabilidad relativa del sector productor de bienes y servicios para el mercado internacional.

El país mantuvo el acceso al financiamiento externo tanto para el sector público como privado. El Ministerio de Hacienda concretó la colocación neta de bonos en los mercados internacionales por \$250 millones, mientras los recursos provenientes de la Inversión Extranjera Directa (IED) siguieron siendo relevantes para financiar la brecha externa. El exceso de financiamiento sobre los requerimientos permitió que las reservas monetarias internacionales netas registraran un aumento de \$341 millones.

Los elementos más relevantes de la evolución del sector externo durante el 2003 son los siguientes:

2.1.5.1 Cuenta Corriente

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue 5,7% del PIB, similar al observado en el 2002, pues el aumento en el egreso neto de renta de la inversión compensó un déficit comercial más bajo y un mayor superávit de las cuenta de servicios y transferencias.

Algunos resultados específicos fueron:

- El menor déficit comercial reflejó el dinamismo de las exportaciones (14,7%) pues el valor de las compras externas aumentó en 10%.
- En el comportamiento de las ventas externas influyó el repunte en la actividad de empresas amparadas a los regímenes especiales de comercio exterior; en particular, de la IEAT. De igual forma, las ventas de mercancías generales registraron un incremento de 8% ante mayores envíos de banano y café.
- En el caso de las importaciones, incidieron básicamente las mercancías generales¹³, específicamente del ICE y RECOPE, pues las realizadas por empresas de regímenes especiales registraron una caída de 4,9%.

¹³ Sobresalen las mayores adquisiciones de bienes de capital para el sector electricidad, telecomunicaciones y salud. Además hubo repuntes en el valor de las importaciones de materias primas, bienes de capital, combustibles y lubricantes y materiales de construcción.

- El grupo de servicios fortaleció el aporte neto al pasar de 6,4% del PIB en el 2002 a 7,0% en el 2003. Sobresalió la mejora en el turismo y otros servicios, la cual respondió a nuevas actividades desarrolladas en los últimos años.
- La renta de la inversión extranjera presentó un aumento significativo al pasar de \$296 millones en el 2002, a \$599 millones en el 2003 (1,6 p.p. del PIB). Este resultado obedece a las mayores utilidades distribuidas por la IEAT así como del resto de empresas ubicadas en las zonas francas, y de las empresas regulares ubicadas en el sector turístico y financiero.

2.1.5.2 Cuenta Financiera

Los flujos netos de capital en el 2003 fueron mayores respecto a los del 2002, tanto para el sector oficial como para el sector privado.

En el caso de esta cuenta es pertinente destacar lo siguiente:

- Los desembolsos del sector público alcanzaron \$981 millones¹⁴.
- Las amortizaciones del sector público, por su parte, resultaron superiores a las del 2002, principalmente por la cancelación de la primera emisión de bonos soberanos por parte del Gobierno (\$200 millones) y cancelaciones del BCCR al BCIE, así como la redención anticipada de los bonos Brady serie A.
- Los flujos de inversión extranjera directa para el 2003 se estiman en \$587 millones, 3,4% del PIB¹⁵.
- El flujo de capital privado, excluidos los recursos por concepto de inversión extranjera directa, registró un incremento neto superior al del 2002. Este resultado es consistente con la caída en las tasas de interés internacionales, que ha dado origen a un mayor endeudamiento externo de largo plazo.

2.1.5.3 Política cambiaria

La depreciación real del colón se estima en 5,1% en el 2003

La pauta de ajuste del tipo de cambio nominal del colón respecto al dólar estadounidense se mantuvo en dieciséis céntimos diarios en el 2003 y llevó a una variación del tipo de cambio de 10,5%, inferior en 0,3% a la registrada el año anterior.

El Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral alcanzó un nivel de 107,4 a noviembre del 2003 e implicó una depreciación real de 5,1% en el 2003. Lo anterior, producto del incremento del tipo de cambio nominal que superó en 2,8% el diferencial entre la inflación interna¹⁶ y externa y de

¹⁴ Entre ellos, la colocación de bonos soberanos (\$450 millones), el crédito del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) al BCCR para que éste ejerciera la opción de redimir anticipadamente los bonos Brady serie A (\$156 millones), los recursos del Credit Suisse y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) al ICE por \$100 millones y \$53,4 millones, respectivamente; y la colocación de \$40 millones de esta entidad en los mercados internacionales.

¹⁵ Destacan los aportes de empresas de zona franca como FTZ Coca Cola Industrias, Abbott Laboratories y Componentes Intel, lo mismo que los del Complejo Four Seasons y Alterra Partners.

¹⁶ Medida por el Índice de Precios al Productor Industrial con combustibles.

la ganancia de poder adquisitivo de 2,3% que, en conjunto, registraron las monedas de los principales socios comerciales frente al dólar estadounidense.

2.1.6 Indicadores monetarios y crediticios

El comportamiento de los agregados monetarios y crediticios no evidenció presiones sobre la demanda agregada.

2.1.6.1 Acciones de política monetaria

En el 2003 las acciones de política monetaria estuvieron enfocadas a propiciar condiciones monetarias consistentes con un incremento anual de los precios no mayor al 10% y lograr en el mediano y largo plazo inflaciones de un dígito.

Entre las principales acciones destacan:

- El aumento en el primer trimestre del año de la tasa de encaje mínimo legal de 5% a 10%, para operaciones en moneda nacional y extranjera¹⁷.
- El Banco Central utilizó las tasas de interés de sus instrumentos de captación para coadyuvar al logro de sus objetivos. Durante el 2003 se dieron condiciones que permitieron reducirlas sin comprometer dichos objetivos, entre ellas: las menores necesidades de financiamiento interno por parte del Fisco y el comportamiento de las tasas de interés en los mercados internacionales.

Cuadro 6. Tasas de interés de referencia - netas - para los títulos cupón cero (en %)					
	Plazo en meses				
	1	3	6	9	12
Dic-02	13,5	15,5	18,0	18,5	19,0
Ene-03	13,4	15,4	17,8	18,3	18,8
Mar-03	12,4	15,3	17,0	18,0	18,5
May-03	11,4	14,3	16,0	17,0	17,6
Jun-03	11,4	14,3	15,8	16,3	16,8
Ago-03	11,4	13,8	15,3	15,8	16,3
Nov-03	11,0	13,0	14,5	15,0	15,5

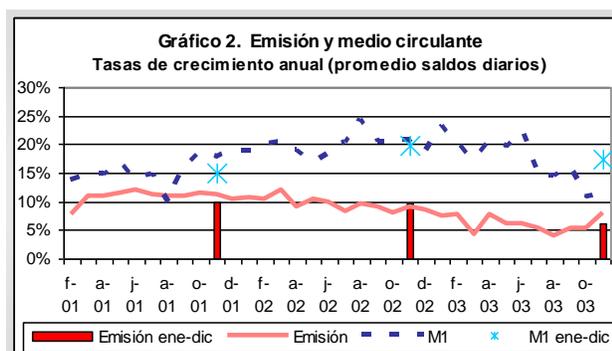
- Con el fin de reducir el riesgo de refinanciamiento, procuró atender una parte importante de sus necesidades de absorción con títulos de mediano plazo (2, 3 y 5 años) a tasa fija. Al término del 2003 un 30% de los Bonos de Estabilización Monetaria estaba constituido a esos plazos.
- Con el propósito de mejorar la gestión de sus pasivos, el Banco Central contrató un préstamo con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) para cancelar anticipadamente los bonos Brady serie A,

¹⁷ Dado el efecto negativo que el encaje tiene sobre el desempeño del sistema financiero, específicamente sobre el margen de intermediación, la Autoridad Monetaria había reducido gradualmente este requisito hasta un 5%. No obstante, en ausencia de capitalización del Banco Central por parte del Gobierno, se vio en la obligación de acudir nuevamente a este instrumento monetario.

operación realizada en el tercer trimestre del año. A finales del 2003 colocó Certificados de Depósito a Plazo en dólares, para ejercer la opción de redimir anticipadamente la totalidad de los bonos Brady serie B, cancelación efectuada a inicios del 2004. Estas operaciones redundaron en mejores condiciones financieras para la deuda en moneda extranjera, toda vez que el costo financiero de los bonos Brady es de 6,25% más 2% por concepto de recuperación de valor, en tanto el costo del préstamo del FLAR es de LIBOR a 3 meses más 2 p.p. de comisión y, el costo medio de los CERTD\$ estuvo por debajo del 6%.

2.1.6.2 Cuentas del Banco Central

Durante el 2003 el promedio de saldos diarios de la emisión monetaria reflejó una clara desaceleración en relación con lo observado en años previos. Este comportamiento evidenció, en parte, las medidas tomadas por los intermediarios financieros para minimizar el uso de numerario¹⁸.



Con la finalidad de mantener la oferta de base monetaria en concordancia con la demanda de los agentes económicos, en el 2003 el Banco Central incrementó el saldo de sus operaciones de mercado abierto (OMA) en ₡94.143 millones, operaciones que permitieron compensar parcialmente el efecto expansivo de:

- El déficit de la Institución (ver recuadro 1)
- La entrada de capital externo
- La monetización de los fondos provenientes de la colocación de títulos de Gobierno en plazas internacionales, iniciada en abril (en el 2002 empezó hasta en octubre).

Además, es necesario tener presente que en el 2003 la ausencia de una capitalización del BCCR por parte del Gobierno¹⁹ no contribuyó a mantener el comportamiento de las OMA del 2001 y principios del 2002, período en el cual se dio el efecto del pago anticipado de las operaciones originadas en el artículo 175 de la Ley 7558.

¹⁸ Entre las medidas destacan estudios pormenorizados para determinar el monto máximo de numerario que suele utilizarse en cada cajero automático, reducción al máximo del numerario en bóvedas con el propósito de trasladar esos fondos a la cuenta corriente en el Banco Central y atender así el incremento en el encaje y, fomentar el uso de transacciones electrónicas y tarjetas de crédito y débito, las cuales tienen un costo administrativo menor.

¹⁹ Al amparo de lo dispuesto en el artículo 175 bis de la Ley 7558, adicionado con la Ley 8116 de agosto del 2001.

Por su parte, las reservas internacionales netas de la Institución ascendieron a \$1.836 millones al término del 2003, \$341 millones por sobre lo registrado un año atrás. Entre otros este resultado fue consecuencia de:

- La colocación de CERTD\$ con la finalidad de allegar recursos para ejercer la opción de redimir anticipadamente los bonos Brady serie B (principal de \$214 millones)²⁰.
- El incremento en los depósitos de entidades financieras por concepto de encaje sobre obligaciones denominadas en moneda extranjera.
- Un balance de operaciones con el sector privado más superavitario que en años previos (\$906, \$707 y \$348 millones en el 2003, 2002 y 2001 en su orden) que prácticamente compensó la mayor demanda neta de divisas por parte del sector oficial, y en la cual destacan las compras del ICE y el incremento del valor de importaciones de RECOPE, asociado, en buena medida, al comportamiento de los precios del petróleo.

2.1.6.3 Agregados monetarios

El medio circulante (M1) creció a una tasa media anual (con base en el promedio de saldos diarios) de 16,8% en el 2003, tres p.p. por debajo de la registrada un año antes (ver gráfico 2). Pese a lo anterior, la velocidad de circulación del dinero (medida con M1) continuó mostrando una tendencia a la baja, es decir, en el 2003 cada colón circuló una menor cantidad de veces para atender el nivel de transacciones en la economía. Entre los posibles determinantes de esa menor velocidad están la relativa estabilidad en el crecimiento de los precios así como la reducción en las tasas de interés, elementos que bajan el costo de oportunidad de mantener activos altamente líquidos. Además, en el caso de los depósitos en cuenta corriente, componente más dinámico del M1, podría haber incidido el reconocimiento de rendimiento para cuentacorrentistas "importantes", así como la diversidad de servicios ofrecidos por la banca comercial asociados a esta figura, que la hacen atractiva en términos de otros instrumentos de ahorro.

²⁰ La cancelación se hizo el 9 de enero del 2004.

Recuadro 1: Comportamiento reciente del déficit del Banco Central de Costa Rica

El déficit del Banco Central tiene su origen, en buena medida, en operaciones cuasifiscales realizadas en el pasado que no son típicas de un banco central, sino responsabilidad del Gobierno, en el tanto implican la concesión de subsidios, función que es exclusiva del fisco por su potestad de fijar impuestos. Dichas operaciones ocasionaron un problema estructural en sus cuentas de balance, reflejado no solo en activos con rendimiento inferiores a los pasivos con costo, sino también en una situación en la que la tasa efectiva de los primeros fue inferior al costo de las obligaciones. Además, el cumplimiento de las funciones impuestas en su ley constitutiva, específicamente la estabilidad interna y externa del colón, bajo las condiciones actuales, obliga al Banco Central a neutralizar excesos de liquidez que surgen ante diferentes choques internos o externos, a fin de evitar presiones excesivas sobre los precios internos o la posición externa del país; esta situación unida al cambio de instrumentos directos de control monetario hacia otros de carácter indirecto (OMA) ha encarecido la gestión monetaria. Por último, la existencia de déficit fiscales también ha incidido en la persistencia de las pérdidas del Banco Central pues su financiamiento genera presiones sobre las tasas de interés, aumentando con ello el costo de la absorción monetaria.

Estos factores han incidido en que el BCCR haya acumulado un stock de deuda en moneda nacional (OMA), cuyo servicio a su vez genera expansión monetaria, por lo que la Institución se ve obligada a colocar nuevos títulos para desmonetizarlo. De esta manera se ha generado un círculo vicioso, efecto de "bola de nieve", que incrementa los pasivos con costo, sin contrapartida en los activos rentables.

En el 2003 el déficit, metodología cuentas monetarias, ascendió a ₡108.594 millones (1,56% del PIB), un 25% por encima del registrado un año atrás. El principal determinante del aumento en el déficit fueron los costos inherentes a la gestión monetaria, fundamentalmente reflejados en intereses sobre OMA, los cuales crecieron en ₡26.160 millones entre ambos períodos, producto tanto de un efecto cantidad como de un mayor costo medio.

Efecto cantidad

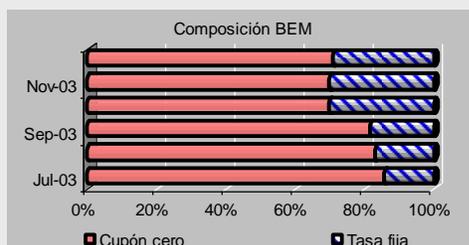
En el 2003 el saldo de OMA mostró un incremento anual importante en términos del promedio de saldos diarios (₡133.635 millones), reflejo de las necesidades de absorción que presentó la Institución comentadas en líneas anteriores. Este incremento en OMA se manifestó en BEM en el tanto las ICP bajaron en poco menos de ₡10.000 millones.

Operaciones de Mercado Abierto		
Promedio de saldos diarios - millones de colones-		
	2002	2003
OMA	273.172	406.807
BEM	225.220	368.509
ICP	47.952	38.298

Efecto precio

El costo medio efectivo de las OMA pasó de 17,91 % a 18,49% entre el 2002 y el 2003, pese a que las tasas de referencia de los BEM cero cupón a 6 y 12 meses bajaron, en promedio, en 2,0 p.p. y en 0,54 p.p., respectivamente, en relación con las vigentes al finalizar el 2002. El mayor costo podría asociarse con:

- Parte de la colocación se realizó a inicios de año, recién iniciaba la reducción en tasas de interés. Cabe recordar que el primer cuatrimestre del año la tasa de referencia bajó en 1 p.p. para el plazo de 6 meses y en medio p.p. para 9 y 12 meses; período que concentró más del 70% de la captación realizada con BEM cupón cero. Además, un 72% de esa captación estuvo concentrada entre 9 y 12 meses.
- A partir de julio el BCCR colocó títulos a tasa fija y a plazos de 2, 3 y 5 años, los cuales durante el período de colocación tuvieron un costo financiero más elevado que los BEM cupón cero. Además, previo a esta colocación, los agentes económicos habían mostrado cierta preferencia por plazos más largos bajo la figura de BEM cupón cero.



- Las ICP redujeron su participación dentro de las OMA, de 17,6% a 9,4% (medido con promedio de saldos diarios).

El mayor gasto por concepto de OMA fue parcialmente compensado por: i) Menores intereses sobre pasivos en dólares (efecto cantidad). ii) Gastos administrativos más bajos, el 2002 reflejó gastos extraordinarios por reestructuración administrativa. iii) Mayores ingresos sobre activos externos, producto de un aumento en el saldo medio, pues el rendimiento reflejó la caída en tasas de interés externas.

Durante el 2003, la riqueza financiera privada mostró una desaceleración en su tasa de media anual de crecimiento respecto al 2002 (en torno a los 2 p.p.), no obstante en términos del producto registró un incremento de medio punto porcentual. La desaceleración estuvo asociada a la menor captación que en conjunto hicieron el Ministerio de Hacienda y el BCCR en el 2003. A pesar de lo anterior se mantuvo la participación relativa del numerario en poder del público, los depósitos bancarios y los títulos públicos dentro del agregado.

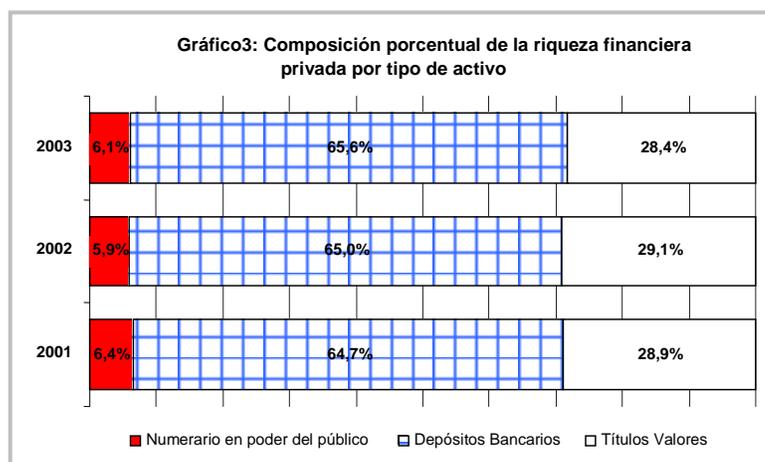
ANO	RFSP	NPP	DEP. BANC.	TITULOS
2001	14,7%	8,8%	15,4%	14,8%
2002	18,8%	11,3%	16,0%	27,2%
2003	16,6%	7,9%	16,9%	17,8%

RFSP: Riqueza Financiera Sector Privado

NPP: Numerario en poder del público

Dep. Banc. : Depósitos bancarios

Títulos: Títulos de Propiedad y Bonos de Estabilización Monetaria



Por su parte, el mayor dinamismo de los componentes de la riqueza financiera denominados en dólares, condujo a que su participación porcentual en el total pasara de un 44% a finales del 2002 a un 46,6% en diciembre del 2003.

Es importante destacar que, aún cuando en el 2003 se presentaron condiciones para un incremento en el ahorro interno (mayor crecimiento del producto, ingreso de capitales y un menor ritmo de crecimiento de la demanda interna), la riqueza mostró un menor dinamismo. Esta aparente incompatibilidad se puede explicar porque la riqueza se mide por su uso y en esta no se consideran otros destinos del ahorro financiero, como sería el caso de la adquisición por parte de residentes de un porcentaje importante de las emisiones de deuda externa del Gobierno de la República (según registros de la Central de Valores ascendió a \$253 millones en el 2003). Adicionalmente, no todo el destino de los recursos que manejan los fondos de inversión y de pensiones se canalizan a la

adquisición de títulos vendidos domésticamente, siendo estos una aplicación del ahorro financiero generado en el país.

2.1.6.4 Crédito al sector privado

En el 2003 el saldo del crédito otorgado por el Sistema Bancario al sector privado mostró tasas de crecimiento anual menores a las del año previo, no obstante, en términos del PIB el coeficiente pasó de 23,2% a 25,7% entre el 2002 y el 2003. Sobre el crédito al sector privado destaca lo siguiente:

- La desaceleración del crédito se observa tanto en operaciones denominadas en colones como en moneda extranjera²¹. Aun cuando el crédito en dólares se ha desacelerado, no hay evidencia de una menor dolarización de la cartera crediticia; los créditos en dólares aportaron 13 p.p. al crecimiento anual del 2003 y con ello la importancia relativa de las operaciones en dólares pasó de 53,8% en el 2002 a 56% en el 2003.
- A nivel de grupo de bancos, los entes privados fueron más dinámicos, explican casi doce p.p. del crecimiento anual del 2003.
- Por destino, se mantiene el dinamismo del crédito canalizado a consumo y vivienda.
- El comportamiento del crédito se considera refleja, básicamente, factores de demanda. El comportamiento de las tasas de interés no parece haber afectado la demanda de crédito, pues las tasas en colones recién empezaron a bajar (la reducción más fuerte se aplicó a partir del tercer trimestre) y, en el caso de las tasas para operaciones en dólares más bien han tendido a incrementarse, quizá como medida para desincentivar este tipo de operaciones, en línea con las medidas de índole prudencial impulsadas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF).

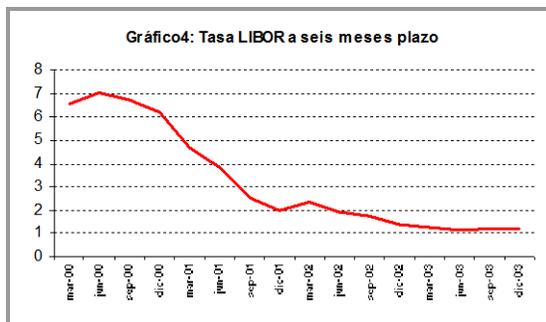
2.1.7 Tasas de interés

En el 2003 la tasa básica pasiva, indicador que refleja el comportamiento de las tasas de interés de mercado, se redujo en 3,75 p.p., (diciembre 2002-diciembre 2003), y entre otros factores respondió a:

- *La reducción en las tasas de interés internacionales y una mejor percepción sobre los mercados emergentes.*

La tasa LIBOR a seis meses plazo, uno de los principales indicadores de las tasas de interés internacionales, mantuvo en el 2003 su comportamiento a la baja aunque a un menor ritmo, dados los bajos niveles que ya de por sí presentaba. Además, en los mercados internacionales mejoró la percepción sobre los mercados emergentes, y permitió una baja en el premio de la mayoría de los títulos de deuda latinoamericana en relación con los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

²¹ En el primero de los casos el crecimiento medio anual fue de 11%, casi seis p.p. por debajo del observado en el 2002, pero más alto que el obtenido en el 2001. Por su parte, el crédito en dólares creció a una tasa media de 25,2% (incluye efecto cambiario), la tasa más baja de los últimos cuatro años.



- Una menor presión del Ministerio de Hacienda en el mercado local.

El Gobierno de la República presentó una menor demanda de fondos internos pues contó con el Plan de Contingencia Fiscal, medidas de restricción de gasto y ahorro externo (colocación neta títulos en plazas internacionales por \$250 millones).

- Reducción del premio por invertir en moneda nacional.

Con el objetivo de desestimular el ingreso de capital especulativo y minimizar el costo de la gestión monetaria y de financiamiento del Fisco, el BCCR permitió un menor premio por inversiones en colones durante el año 2003, de alrededor de 1,3 p.p. (de 3,3% a 2,0%²²).

Por su parte, la banca comercial redujo sus tasas de interés activas particularmente a partir del segundo semestre del 2003, con el fin de incentivar la demanda de crédito en moneda nacional. Así, en el 2003 se aplicó una baja de 3,3 p.p. (variación dic-dic) tomando como referencia la tasa promedio ponderada de bancos comerciales y financieras privadas.

2.2 Estrategia de política y pronósticos

2.2.1 Objetivos del Programa Monetario 2004-2005

▪ Inflación

En el mediano plazo la inflación es un fenómeno monetario²³, por ello el BCCR decidió formular su Programa Monetario para un horizonte de 24 meses. En línea con sus esfuerzos por reducir la inflación, para el 2004 la

²² Se calcula como la diferencia entre la tasa de referencia a seis meses plazo y la tasa de indiferencia, esta última calculada con base en la tasa de interés del Banco Nacional (tasa de interés a 6 meses plazo en dólares). La tasa de indiferencia es aquella tasa ante la cual al inversionista le es indistinto colocar sus recursos en moneda nacional o en moneda extranjera.

²³ En el corto plazo la inflación está determinada por factores que afectan la oferta y demanda agregada, entre ellos la situación fiscal, el comportamiento de los agentes económicos en procesos de formación de precios, eventos de la naturaleza y otros de índole externo como el precio del petróleo. En el mediano plazo la inflación es un fenómeno monetario pues el ritmo de expansión de la cantidad de dinero financia el crecimiento de la producción en torno a su nivel potencial, así como el crecimiento sostenido de los precios. No todo aumento en la cantidad de dinero es inflacionario, si crece la demanda de saldos reales, por ejemplo por un mayor nivel de actividad económica, el dinero debe circular a una mayor velocidad o bien crecer en términos nominales; una expansión de la masa monetaria por sobre esas necesidades de saldos reales crea la condición para un aumento general en los precios internos.

Junta Directiva del Banco Central estableció como meta del Programa Monetario una variación del nivel general de precios de un 9% y de un 8,5% para el año siguiente, medida por el IPC²⁴.

Este objetivo se considera viable de acuerdo con las últimas proyecciones de inflación y permitiría reducir el ritmo de devaluación del colón con respecto al dólar estadounidense.

Vale la pena acotar que por mucho tiempo Costa Rica ha vivido una inflación moderada y persistente. En los últimos diecisiete años se identifican dos períodos: de 1987 a 1997 la inflación fue bastante volátil y en promedio alcanzó un 18,3%, de 1998 al 2003 el crecimiento del IPC mostró una relativa estabilidad y su comportamiento es acorde con las metas establecidas en los programas monetarios. En este último período la inflación media anual se ubicó en torno al 10,5%, con un claro comportamiento a desacelerarse en los últimos dos años.

	Meta	Observado
1992	18,0	17,0
1993	12,0	9,0
1994	15,0	19,9
1995	18,0	22,6
1996	13,0	13,9
1997	12,0	11,2
1998	12,0	12,4
1999	10,0	10,1
2000	10,0	10,2
2001	11,0	11,0
2002	10,0	9,7
2003	10,0	9,9

Sin lugar a dudas ha habido esfuerzos en la lucha contra la inflación. Por un lado, el reconocimiento explícito de que la mejor contribución del Banco Central al desarrollo del país es procurar una inflación baja y estable, estipulado en la Ley 7558. Por otro, el Banco Central ha dirigido sus esfuerzos a mejorar la formulación y ejecución de la política monetaria, con estudios sobre el fenómeno inflacionario y sus determinantes, nuevas técnicas de estimación de las distintas variables macroeconómicas, ejercicios de consistencia macroeconómica y un seguimiento en el muy corto plazo del Programa Monetario, todo ello ha redundado en decisiones de política monetaria más oportunas. Así, el manejo ejercido por el Banco Central sobre los medios de pago de la economía ha sido un factor determinante para reducir la presión inflacionaria.

Si bien la relativa estabilidad de la inflación en los últimos años es un logro importante, estas tasas todavía son altas en relación con la de los principales socios comerciales.

²⁴ La meta de inflación se define tomando en consideración una serie de herramientas que se han desarrollado para el análisis del fenómeno inflacionario y se establece con base en el IPC, por ser una medida de amplio conocimiento por parte del público. En el futuro el BCCR podría, si lo estima pertinente, establecer la meta de inflación con base en una medida de núcleo inflacionario, por ejemplo el Índice Subyacente de Inflación (ISI).

La disminución de la inflación a tasas de un dígito lleva implícita un proceso de aprendizaje tanto del Banco Central como de los agentes económicos. Estos últimos deben aprender la regla de funcionamiento de la Autoridad Monetaria, lo cual es posible con un proceso continuo y transparente mediante el cual la Institución presente los objetivos de su política monetaria, definidos para el mediano plazo y la forma cómo operará para conseguirlos, aspectos importantes en la formación de las expectativas de los agentes económicos ya que permiten reducir la inercia inflacionaria e incrementa la credibilidad social en el accionar del ente emisor.

▪ **Posición externa**

El déficit en cuenta corriente con respecto al PIB se espera se reduzca en relación con el de los dos años previos, debido a un menor déficit comercial. No obstante, el país contaría con menos recursos externos que llevaría a una pérdida de reservas en ambos años, tal como se indica más adelante.

2.2.2 Perspectivas para el bienio 2004-2005

Esta sección presenta las perspectivas de la economía costarricense para 2004 y 2005, las cuales se resumen en el cuadro 10. Para este período se prevé que el desempeño de nuestra economía esté asociado, en buena medida, a la recuperación de la actividad productiva de los principales socios comerciales, en particular de Estados Unidos. Seguidamente se resumen los aspectos relevantes en torno al pronóstico del entorno internacional y de las principales variables macroeconómicas, así como las medidas de política monetaria a implementar con el fin de mantener la estabilidad interna y externa de la economía costarricense. Por último, se esbozan elementos de riesgo que podrían afectar las proyecciones.

2.2.2.1 Entorno internacional

El cambio positivo en el panorama económico mundial motivó a los principales organismos internacionales a revisar las proyecciones de crecimiento para el bienio 2004-2005, siendo un factor fundamental la respuesta de la actividad productiva a las políticas monetaria y fiscal aplicadas en economías desarrolladas, acciones que se han podido sostener gracias al bajo crecimiento de los precios.

Las tasas de inflación e interés bajas, el crecimiento de la productividad, la disminución en los spread soberanos²⁵ y el retorno de capitales, han puesto en marcha la recuperación de las economías en desarrollo.

Para los diecinueve mayores socios comerciales de Costa Rica, los principales organismos internacionales estiman un crecimiento de 3,1% en el 2004 (2% en el 2003) y un entorno de baja inflación, con un mayor dinamismo de la Unión Europea y Estados Unidos (ver cuadros 2 y 9).

²⁵ Durante el 2003, Latinoamérica pudo captar fondos en plazas internacionales a un costo promedio menor en al menos 300 puntos básicos en relación con lo registrado un año atrás.

Cuadro 9. Indicadores Macroeconómicos para Centroamérica y Panamá Variaciones porcentuales respecto al año anterior				
	2001	2002	2003	2004
PIB Real				
Costa Rica	1,0	2,9	5,6	4,4
El Salvador	1,8	2,1	2,0	3,0
Guatemala	2,3	2,2	2,4	3,5
Honduras	2,6	2,4	3,0	2,5
Nicaragua	3,0	0,7	2,3	3,7
Panamá	0,4	0,8	3,0	3,0
Inflación (IPC)				
Costa Rica	11,0	9,7	9,9	9,0
El Salvador	3,7	1,9	2,9	2,7
Guatemala	8,9	6,3	5,0	4,0
Honduras	9,7	7,7	8,4	7,9
Nicaragua	7,4	4,0	5,2	5,2
Panamá	0,3	1,0	1,7	1,4

Fuente: CEPAL y FMI, diciembre del 2003

Las economías asiáticas continuarían creciendo a tasas elevadas, excepto Japón; destacan China e India con tasas de 8,0% y 6,0%, respectivamente. Está previsto que América Latina²⁶ se recupere a partir del 2004, pues las crisis vividas en Sudamérica el bienio previo se dan por superadas. Los socios comerciales centroamericanos crecerían 3,3% en el 2004, en tanto que el resto de socios latinoamericanos exhibirían un crecimiento medio de 2,8%.

Estas proyecciones están fundamentadas en tasas de interés relativamente bajas, con un aumento en el bienio de dos p.p. en Estados Unidos y medio p.p. en Europa; precios del petróleo menores a los actuales; un crecimiento generalizado de la actividad económica y el comercio mundial y, ausencia de tensiones geopolíticas de importancia. Sin embargo, prevalecen riesgos que cambiarían la perspectiva de recuperación económica mundial en el 2004, entre ellos: (i) una recaída de las economías de Estados Unidos y Japón, ante políticas monetaria y fiscal restrictivas, (ii) la prevalencia de altos precios de petróleo, (iii) falta de coordinación de la política económica en la Unión Europea, (iv) el futuro del conflicto iraquí y, (v) la amenaza del terrorismo.

2.2.2.2 Principales variables macroeconómicas: evolución prevista

Con la información disponible al término del 2003 el Banco Central elaboró sus pronósticos para las principales variables económicas:

▪ Crecimiento económico

Para el 2004 se prevé un crecimiento del PIB de un 4,4%, destacando como principales determinantes los siguientes:

- La IEAT moderará su ritmo de crecimiento dado el inicio de la parte descendente del ciclo de producción.

²⁶ El mejor desempeño de la Región estaría asociado con una mayor demanda externa, una mejora en los precios de los bienes básicos, el flujo sostenido de capitales y un entorno de mayor optimismo que incidiría en bajos spreads soberanos.

- La industria manufacturera y la actividad agropecuaria crecerán un 5,4% y 1,6%, respectivamente²⁷.
- El resto de la manufactura mantendrá un crecimiento ligeramente superior al del 2003 (3,1%), sustentado en mayores ventas al exterior.
- El resto de las industrias se espera mantenga un comportamiento relativamente similar al del año previo (en torno al 3%), con ligeras diferencias como una desaceleración de las telecomunicaciones conforme se satisface la demanda y una aceleración de la construcción como resultado de las concesiones previstas en carreteras y puertos.

Para el 2005 se prevé un estancamiento de la IEAT nuevamente como resultado de su ciclo productivo, lo cual hará desacelerarse el PIB en aproximadamente 7 décimas de punto porcentual (3,9%). Para el resto de la economía no se vislumbran condiciones muy diferentes a las prevalecientes en 2003 y 2004, de forma que el crecimiento económico excluida la IEAT podría ubicarse en torno al 4%. El ejercicio efectuado no considera el posible impacto de la firma de un tratado de libre comercio con Estados Unidos.

▪ **Balanza de Pagos**

Como se dijo anteriormente, el déficit en cuenta corriente se reducirá y se prevé alcanzará un 4,5% y 4,0% en el 2004 y 2005, respectivamente. Este resultado sería factible a partir de una reducción del déficit comercial, determinada fundamentalmente por un aumento de las exportaciones de la IEAT²⁸ y menores importaciones del sector público.

Las importaciones del sector público se estima registrarán una caída con respecto al 2003, sobretodo en la compra de bienes de capital para telecomunicaciones²⁹ y el menor valor de la factura petrolera dada la previsión de un precio del cóctel inferior (contempla una caída en el precio internacional del crudo de \$5,8 por barril).

La cuenta de servicios aumentaría su aporte en términos del PIB, a 7,3% y 7,5% en 2004 y 2005, respectivamente. Estos resultados serían posibles con un mayor aporte de la actividad turística, que supone un aumento en la entrada de visitantes al país de 4% en ambos años. Asimismo, las empresas exportadoras de software y de procesamiento electrónico de información en línea, continuarían creciendo de manera significativa.

²⁷ Para el agro se prevén descensos en la producción de café y banano y, un menor crecimiento de algunos productos no tradicionales de exportación. La situación en café responde al ciclo de producción del grano, cuya cosecha se adelantó en el 2003. En banano se prevé continúen los problemas de sobreoferta, contrarrestados parcialmente en el 2003 por los efectos climáticos negativos que afectaron la producción de Ecuador. Por su parte, la competencia de otros países centroamericanos en la producción de piña dorada y el impacto de los aranceles a exportaciones costarricenses de alimentos destinadas al mercado europeo afectarían la producción de productos no tradicionales de exportación.

²⁸ A partir del 2004 la IEAT incorporará un nuevo producto en su proceso ("Ship-Set") con un valor final mayor que el pentium 4 (producto actual), lo que permite inferir un aumento de más de \$340 millones en sus exportaciones para el 2004 y de \$176 millones en el 2005.

²⁹ Según el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) tanto en el 2004 como en el 2005, sus importaciones serán \$100 millones más bajas que la realizadas en el 2003.

▪ Sector público

El déficit global reducido como proporción del PIB se prevé sea similar al del 2003. Un mayor superávit del Resto del Sector Público y un déficit de Banco Central inferior al del 2003, compensarían el efecto del mayor déficit del Gobierno Central, estimado en 3,3% del producto (2,8% en el 2003); este último no contempla el efecto de la Reforma Fiscal actualmente en discusión en el seno de la Asamblea Legislativa.

2.2.2.3 Política monetaria en el 2004 y en el 2005

Como se comentara en líneas anteriores, el objetivo de la política monetaria para este bienio es buscar inflaciones de un dígito, particularmente en torno al 9% en el 2004 y al 8,5% para el siguiente año. En forma subsidiaria, buscaría reducir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de un 5,7% en el 2003 a un 4,5% y 4,0% del PIB en el 2004 y 2005, respectivamente.

En este contexto, se espera que los agentes económicos aumenten su demanda por numerario en un 11% anual en el 2004-2005. Dado el comportamiento previsto para el resto de variables monetarias, el Banco Central mantendrá la estabilidad interna y externa con los siguientes instrumentos de política:

- Las operaciones de mercado abierto continuarán siendo su principal instrumento de control monetario. Las nuevas colaciones se harán a tasas de interés que no estimulen la entrada de capital especulativo, pero tampoco incentiven la salida de capital.
- El Banco Central mantendrá la tasa de encaje mínimo legal en un 10%, para operaciones denominadas en moneda nacional y extranjera.
- Mini-devaluación de la moneda, aplicando una política de ajustes diarios en el tipo de cambio del colón respecto al dólar estadounidense consistente con las diferencias de inflación esperada entre el país y sus socios comerciales.

Estas medidas están fuertemente condicionadas a la capitalización del Banco Central por parte del Gobierno en los primeros meses del 2004 (¢106.000 millones), la cual se daría al amparo de lo dispuesto en el artículo 175 bis de la Ley 7558. El Banco Central seguirá un esquema flexible en su política de tasas de interés considerando para ello las condiciones del mercado doméstico y la evolución de los mercados internacionales. Asimismo, ajustará la pauta de variación diaria del tipo de cambio si las circunstancias del sector externo así lo exigen, con el fin de alcanzar las metas externas contempladas en la programación. A continuación se presenta un resumen con los principales resultados macroeconómicos.

**CUADRO 10: PRINCIPALES RESULTADOS MACROECONOMICOS
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS**

	2001	2002	2003		Programa	Programa
	Observado	Observado	PM revisión	Estimación	2004	2005
PIB sin IEAT						
Real	3,2%	3,0%	4,4%	4,4%	4,0%	3,9%
Nominal	14,0%	12,8%	14,2%	14,3%	14,4%	12,9%
Deflador implícito	10,5%	9,5%	9,4%	9,5%	10,0%	8,6%
PIB						
Real	1,0%	2,9%	5,3%	5,6%	4,4%	3,7%
Nominal	9,7%	12,2%	14,8%	15,2%	14,7%	13,0%
Deflador implícito	8,6%	9,1%	9,0%	9,0%	9,9%	9,0%
Inflación : Diciembre - Diciembre	11,0%	9,7%	10,0%	9,9%	9,0%	8,5%
PIB nominal (millones ₡)	5.391.466	6.051.467	6.955.091	6.969.245	7.996.609	9.037.609
Balanza de Pagos						
Cuenta corriente (%PIB)	-4,5%	-5,7%	-5,7%	-5,7%	-4,5%	-4,0%
Cuenta comercial (%PIB)	-7,2%	-9,9%	-8,4%	-9,1%	-7,4%	-7,0%
Renta (%PIB)	-4,8%	-3,2%	-5,1%	-4,8%	-5,5%	-5,7%
Cambio RIN de BCCR	12	166	35	341	(150)	(100)
Cuenta de Capital y financiera (millones \$)	749	1.125	1.025	1.344	675	663
Sector Público	53	73	346	344	(12)	(3)
Sector Privado	696	1.052	679	1.000	687	666
Sector Monetario (variación %)						
Agregados Monetarios						
Emisión	10,0%	12,0%	10,8%	10,2%	11,1%	10,9%
Medio Circulante	9,7%	22,5%	15,4%	14,9%	14,5%	13,0%
Liquidez total (sin BEM ni ICP) 1/	6,4%	16,0%	13,3%	13,1%	11,0%	11,1%
Crédito sector privado 1/	19,2%	15,1%	14,7%	13,3%	12,5%	12,7%
Sector Público (% PIB)						
Déficit Global Reducido	2,9%	5,4%	4,1%	4,1%	4,1%	3,9%
Gobierno	2,9%	4,3%	2,8%	2,8%	3,3%	3,3%
Resto SPNF (superávit)	-1,2%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,7%	-0,7%
BCCR	1,2%	1,4%	1,5%	1,56%	1,5%	1,3%

1/ No contempla el efecto cambiario.

2.2.2.4 Balance de riesgos

La evolución de las variables antes comentadas está condicionada por diversos factores, entre ellos:

- El vigor de la recuperación de la economía estadounidense y de los otros socios comerciales. Una recaída de las economías de Estados Unidos y Japón, ante políticas monetaria y fiscal restrictivas, generaría perturbaciones negativas sobre nuestra cuenta comercial y crecimiento económico.
- La evolución de los precios del petróleo. En relación con el precio del petróleo incorporado en el 2004 y 2005, este corresponde a proyecciones realizadas por RECOPE, consistentes con las estimaciones publicadas en el World Economic Outlook (WEO). No obstante, a raíz del aumento en el precio objetivo de \$25 a \$28 por barril de crudo sugerido por la OPEP, las estimaciones podrían modificarse. Al respecto, es conveniente indicar que por cada dólar de aumento en el precio del crudo, el déficit en cuenta corriente aumentaría en alrededor de \$16 millones.
- La falta de concreción del tratado de libre comercio con los Estados Unidos y de la reforma fiscal, podrían afectar negativamente las expectativas de inversión nacional y extranjera y, por ende, el crecimiento económico previsto en este ejercicio.
- El incumplimiento de las metas fiscales obligaría al Banco Central a adoptar políticas más restrictivas para mantener la estabilidad interna y externa.

III. Política Monetaria en Costa Rica

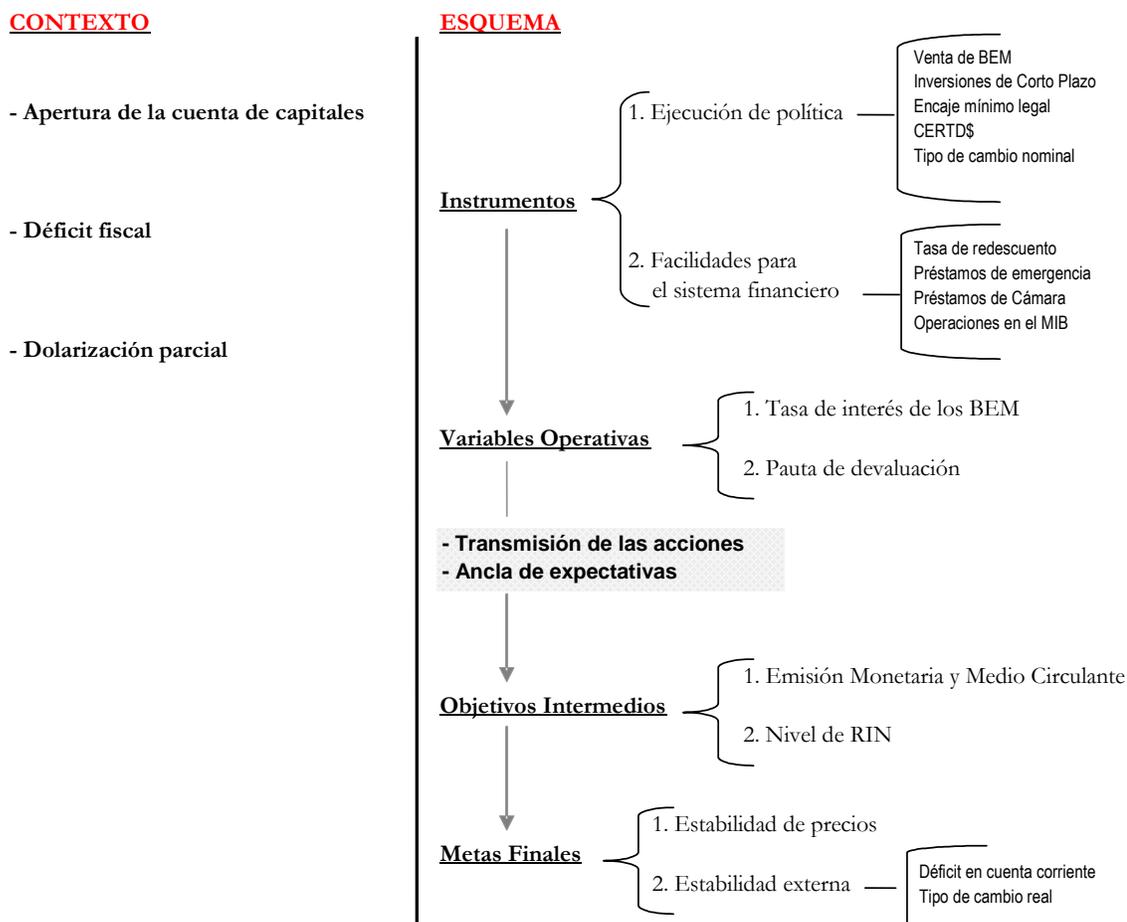
La política monetaria que ejecuta el BCCR se puede resumir en la estimación de sus necesidades de inyección o absorción de liquidez, en aras de que su evolución sea consistente con una trayectoria de gasto, esta última compatible con una meta de inflación y un determinado resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En particular, se procura por medio, básicamente, de operaciones de mercado abierto, ajustar la masa monetaria a la demanda de dinero³⁰.

Para comprender los determinantes de dicha política y cómo estas acciones se transmiten a la economía, es necesario tener claro el contexto en el que opera, los instrumentos y variables operativas utilizadas y su efecto en el control de los objetivos intermedios y finales. Seguidamente se realiza una breve descripción de dicho contexto, del esquema de ejecución de la política, del modelo de programación utilizado y los condicionantes que se enfrentan desde el punto de vista de la efectividad de la política monetaria, tanto en lo referente al diseño como a la

³⁰ Este ejercicio se realiza sobre una base devengado y a nivel del Sistema Bancario Nacional, respetando un marco de consistencia macroeconómica para las principales variables que se incluyen en los supuestos.

operativa de su instrumentación. Para facilitar la explicación se elaboró el diagrama 1.

Diagrama 1
Política Monetaria del BCCR: contexto y esquema de ejecución



3.1 Contexto

El BCCR ejecuta la política monetaria en un contexto caracterizado por una cuenta de capitales abierta, un elevado déficit fiscal y la dolarización parcial de la economía.

En particular, la situación de las finanzas públicas no solo se refiere a la magnitud del déficit, sino a un problema estructural de gran rigidez en el manejo del gasto e ingresos públicos y, un alto endeudamiento.

En cuanto al proceso de dolarización parcial de la economía, un estudio de este fenómeno indica que al parecer se ha manifestado principalmente en el ámbito financiero, de manera que la moneda nacional mantiene su

función de medio de pago y unidad de cuenta en la mayoría de las transacciones no financieras³¹.

3.2 Esquema de ejecución

El BCCR utiliza dos grupos de instrumentos: los que se refieren al logro de sus objetivos de política y aquellas facilidades ofrecidas al sistema financiero para promover su estabilidad. Dentro del primer grupo, el principal instrumento vinculado con la estabilidad interna son las operaciones de mercado abierto (OMA), por medio de la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) e Inversiones de Corto Plazo (ICP), pues se mantiene el mismo porcentaje de encaje. Asimismo, la determinación de un tipo de cambio nominal³² compatible con un tipo de cambio real de equilibrio, es la herramienta más directamente relacionada con la estabilidad externa. Un detalle y características generales de los instrumentos utilizados se encuentran en el anexo 1 del documento.

El Banco Central se vale de metas intermedias que guardan una relación estrecha y estable con sus objetivos finales, y el control sobre dichas metas intermedias lo ejerce por medio de variables operativas, las cuales corresponden a límites cuantitativos que se logran con el manejo de los instrumentos de política.

Concretamente, las variables operativas que utiliza el BCCR son la tasa de interés de los BEM y la pauta de devaluación, la primera ligada al objetivo de estabilidad interna y la segunda a la estabilidad externa. Las modificaciones en dichas variables se transmiten al resto de la economía como señal de las intenciones de política del Banco, ejerciendo de esta manera una importante influencia sobre las expectativas de los agentes económicos.

Las metas intermedias de la Autoridad Monetaria son, por un lado, un crecimiento de la emisión monetaria y del medio circulante (ver recuadro 2) tal que no produzca presiones sobre los precios internos y la balanza de pagos, y por otro, un nivel de reservas internacionales que permita garantizar el régimen cambiario, dada la pauta de devaluación.

3.3 Modelo de programación utilizado

La instrumentación de la política monetaria en Costa Rica se lleva a cabo a través de un conjunto de herramientas, técnicas, procedimientos e instrumentos, que permiten ejercer y determinar el grado de control monetario necesario para lograr los objetivos finales.

Esencialmente, el BCCR conjuga sus acciones de política en un programa monetario que está basado en el modelo del Fondo Monetario

³¹ Méndez, E y Kikut, A. La Dolarización parcial en Costa Rica. DIE 03-2003-DI. Departamento de Investigaciones Económicas. División Económica. Banco Central de Costa Rica. Marzo, 2003.

³² El BCCR está facultado por el artículo 85 de su Ley Orgánica para determinar el régimen cambiario. Desde inicios de los años ochenta aplica un esquema de minidevaluaciones o crawling peg.

Internacional (FMI), ante la necesidad de comprender las causas del déficit de balanza de pagos y poder establecer medidas correctivas³³.

En términos prácticos, el Programa Monetario estima la siguiente ecuación del cambio en la emisión monetaria ofrecida (ΔE) igual a la suma del cambio en los activos internos netos (ΔAIN) y del cambio en los activos externos netos (ΔAEN), es decir:

$$\Delta E = \Delta AIN + \Delta AEN$$

Los AEN se definen como las Reservas Internacionales Netas (RIN) menos el endeudamiento externo de mediano y largo plazo (EMLP). Por su parte, los AIN incluyen partidas como el crédito interno, el déficit del Banco Central, los depósitos de los bancos y del resto de intermediarios financieros no bancarios, los depósitos del Gobierno y las OMA.

El cálculo de los AIN y los AEN se hace con base en una serie de supuestos acerca de la evolución futura de los determinantes de dichas variables y agregados monetarios, que se convierten en variables exógenas al modelo. El diagrama 2 resume las variables que incorpora el Programa Monetario.

Diagrama 2
Programa Monetario del BCCR: variables que contempla

METAS
- Inflación interna
- Déficit en Cuenta corriente
SUPUESTOS
- PIB nominal
- PIB real
- Deflador Implícito del PIB
- Inflación externa
- Tasas de interés externas
- Déficit del Sector Público no Financiero (SPNF)
- Financiamiento neto requerido por el SPNF

La variable que cierra el ejercicio de programación son las OMA, cuya variación está determinada por la brecha entre la demanda y oferta de emisión monetaria, así como por otras medidas de política que se utilicen para cubrir ese faltante.

³³ Este modelo fue inicialmente desarrollado por Jacques J. Polak. Sin embargo, la aplicación en Costa Rica tiene algunas variantes que pueden consultarse en el documento "Formulación y ejecución del Programa Monetario en Costa Rica", publicado por el BCCR en la Serie de Comentarios sobre Asuntos Económicos en setiembre de 1994.

Recuadro 2: Estimaciones de la demanda por dinero para el Programa Monetario 2004-2005

En la actualidad el BCCR realiza estimaciones de un conjunto importante de pasivos del sistema bancario nacional, tanto en colones como en dólares. Estas estimaciones se construyen aplicando diferentes criterios, entre los que destacan: relaciones a PIB, crecimiento en términos reales, modelos univariantes (ARIMA) y modelos estructurales de frecuencia anual y trimestral. Estas estimaciones constituyen la aproximación de la demanda de dinero (pasivos monetarios) que por su parte se utilizan para modelar la captación de los bancos comerciales y la demanda de billetes y monedas que enfrentará el BCCR. Así, dado el esquema de política expuesto en el Diagrama 1, estas estimaciones de demanda de dinero constituyen un elemento crítico en la elaboración del programa monetario.

La estabilidad de la demanda de dinero, no debe confundirse con que la misma no cambie en el tiempo, sino que se disponga de un modelo estructural, que permita bajo un margen razonable de error, poder pronosticar ese cambio.

Debido a que las decisiones del BCCR en cuanto a su participación en la Subasta Conjunta se fundamentan, en buena medida, en el seguimiento de la emisión monetaria, es importante hacer hincapié en algunos de los principales resultados econométricos de la estimación de la demanda por numerario.

El modelo se construyó bajo el enfoque de ajuste parcial, con datos trimestrales para el periodo que inicia en el primer trimestre de 1991 y termina en el tercer trimestre del 2003. El modelo incorpora como variables explicativas el producto interno bruto (variable escala) y como indicadores del costo de oportunidad la tasa de interés básica y el tipo de cambio nominal. Los resultados del modelo se resumen en la siguiente expresión:

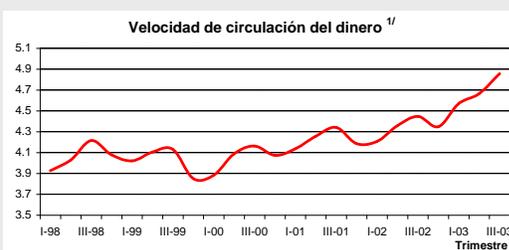
$$(1) \quad \text{LEMIR} = -2.2378 + 0.4770 * \text{LPIBSI} - 0.0005 * \text{TC} - 0.0020 * \text{TB} (-1) + 0.6786 * \text{LEMIR} (-1)$$

Donde:

- LEMIR : Logaritmo natural de la emisión monetaria real desestacionalizada
 LPIBSI : Logaritmo del Producto Interno Bruto real sin Industria Electrónica de Alta Tecnología desestacionalizado.
 TC : Tipo de cambio nominal.
 TB(-1) : Tasa básica pasiva rezagada un trimestre.
 LEMIR (-1): Logaritmo natural de la emisión monetaria real desestacionalizada rezagada un periodo

De la ecuación (1), el coeficiente 0,477 corresponde a la elasticidad producto de la demanda de dinero en el corto plazo, valor consistente con lo apuntado por la teoría económica. El término de ajuste parcial de la demanda de dinero indica que en el trimestre los agentes económicos corrigen un 67,9% del desvío existente entre el nivel observado de la demanda de dinero y su nivel óptimo de largo plazo.

La elasticidad producto de la demanda por emisión en el largo plazo sería de 1,48, lo que implica un incremento en la velocidad de circulación del numerario que resulta compatible con las medidas de los bancos comerciales para minimizar su caja y por parte de los agentes económicos en el aprovechamiento de las innovaciones financieras que ofrece la banca.



^{1/} Se mide con el promedio de saldos diarios de la emisión monetaria en términos reales y con el Producto Interno Bruto Real sin la Industria Electrónica de Alta Tecnología.

Por su parte, la semielasticidad tasa de interés y tipo de cambio (de corto plazo) de la demanda de emisión monetaria son muy bajas con respecto a lo que muestran estudios similares en otros países. En este sentido, un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés básica conduciría en el largo plazo a una contracción cercana al 0,6% en la demanda de billetes y monedas, pero de tan solo 0,2% en el corto plazo. Por último, por cada colón adicional que se incremente el tipo de cambio, la demanda de dinero se vería reducida en 0,2% en el largo plazo.

Tal como se indicó, la estabilidad de la demanda de dinero es un elemento crucial en esquemas de política monetaria de control de agregados monetarios. Esta condición de estabilidad se comprobó para el modelo de emisión monetaria con las siguientes pruebas econométricas: Reset, Cusum y Cusum Cuadrado, Breusch y White.

3.4 Condicionantes

En la ejecución de su política monetaria el Banco Central ha obtenido resultados satisfactorios, aún cuando están presentes una serie de factores que restringen su efectividad, algunos de estos relacionados con el contexto en que se hace la política y otros con las características de diseño y operativa de su instrumentación.

En lo referente al **contexto**, la dolarización parcial resta control sobre los medios de pago de la economía, pues el Banco Central ejerce influencia sobre la liquidez denominada en moneda nacional que, con el proceso de dolarización se ve reducida.

Por otra parte, el déficit fiscal genera un aumento en el gasto interno y en la medida que su financiamiento presione las tasas de interés domésticas, podrían generarse efectos sobre el déficit en cuenta corriente y los flujos de capital de la balanza de pagos.

En lo que se refiere al **diseño** de la política se tiene que, dados los objetivos de política del BCCR y por ser la economía costarricense pequeña y abierta, no solo es importante garantizar un nivel adecuado de RIN, sino además que la base monetaria se expanda de manera consistente con la meta de inflación³⁴.

También las pérdidas financieras del Banco constituyen un condicionante, pues al hacer sus OMA con títulos propios debe hacer frente al pago de intereses con la colocación de nueva deuda, y lo convierte en un problema de stock con un efecto de “bola de nieve” que, de no solucionarse en el futuro, podría dificultar seguir ejerciendo el adecuado control sobre la liquidez de la economía y generar presiones inflacionarias.

Pasando a la parte **operativa**, tal como lo señala el diagrama 3 se pueden citar al menos seis factores que el Banco Central procura mejorar. Seguidamente se hace un breve esbozo de cada uno.

Diagrama 3
Condicionantes de la Política Monetaria en Costa Rica

DISEÑO	OPERATIVAS
—1. Objetivos contrapuestos	—1. Medición
—2. Pérdidas del BCCR	—2. Cobertura
	—3. Consistencia
	—4. Relación inflación-déficit fiscal
	—5. Base de cálculo
	—6. Horizonte temporal

³⁴ Esto genera el dilema de que parte de la expansión (contracción) de la base monetaria proviene de la monetización (desmonetización) de las ganancias (pérdidas) de RIN en poder de la Autoridad Monetaria, lo cual dificulta el manejo de una política monetaria independiente.

La *base de medición* del Programa Monetario en su formulación anual y posterior mensualización es “devengado”. En esta base podrían quedar sin identificar partidas que no tienen efecto monetario y por ende afectar la determinación de las necesidades de absorción o inyección de liquidez del BCCR. Esta limitación se ha subsanado con la elaboración de un ejercicio teóricamente similar, pero cuya base de cálculo es “caja”. Este ejercicio permite dar seguimiento de corto plazo y sirve para determinar las necesidades de intervención del Banco en el mercado de dinero mediante subastas quincenales.

La *cobertura* del Programa Monetario es el sector bancario. Es de interés ampliar, en la medida de lo posible, esta cobertura, pues permitiría ejercer un mayor control sobre la liquidez de la economía.

En cuanto a la *consistencia* del ejercicio, recientemente se empezó a considerar los resultados del Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala (MMPE) como herramienta adicional que permite analizar la consistencia de los supuestos incorporados (ver recuadro 3).

Recuadro 3: El Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala y su aplicación en el ejercicio de programación monetaria

El ejercicio de programación monetaria ha venido incorporando mejoras, algunas de las cuales fueron sugeridas en el documento de investigación titulado *“Programación monetaria del BCCR: análisis, propuestas y consideraciones de mediano plazo”* de enero del 2001, tal como *la implementación de un modelo macroeconómico de pequeña escala para Costa Rica (MMPE)*.

El equipo de trabajo de Modelación Macroeconómica elaboró un modelo macroeconómico de pequeña escala para Costa Rica con cifras trimestrales para el período 1991:01 al 2002:04, en el cual se resuelve y se determina en forma simultánea la trayectoria de: la tasa de inflación doméstica, el crecimiento real del PIB (sin la Industria Electrónica de Alta Tecnología), la variación de las reservas internacionales netas (RIN) y una función de reacción del BCCR para el manejo de la tasa de interés (tasa básica bruta).

La implementación de este modelo permite avanzar en cuanto a la consistencia macroeconómica de las estimaciones de los principales supuestos y metas del ejercicio de programación monetaria. El modelo se fundamenta en las siguientes cuatro ecuaciones de comportamiento, cuyos valores entre paréntesis corresponden a los errores estándar de los coeficientes:

a) Curva de Phillips:

$$\pi_t = 0.0198 + 0.1666 \left(y_{t-1} - \bar{y}_{t-1} \right) + 0.1479 \left(\varepsilon_{t-1} + \pi_{t-1}^* \right) + 0.6457 \pi_{t-1} + 0.6667 \left(\pi_t - \pi^{SUB} \right)$$

(0.0044) (0.0546) (0.0328) (0.0421) (0.1117)

La tasa de inflación (π_t) se explica por la presión que ejerce sobre los precios domésticos un crecimiento de la demanda agregada por sobre la trayectoria del crecimiento potencial del producto interno bruto, a lo que la literatura económica llama brecha del producto $\left(y_{t-1} - \bar{y}_{t-1} \right)$, por el ajuste en el tipo de cambio (ε_{t-1}), por la

inflación del período previo, (evidencia de la fuerte inercia de nuestro proceso inflacionario) y, por último, por un término que captura los desvíos de la inflación de su nivel subyacente (indicador de eventuales choques de oferta).

b) Demanda Agregada:

$$y_t = -1.3335 - 0.5564 \left(\frac{E_t P_{t-1}^*}{P_{t-1}} - \overline{TCR}_{t-1} \right) - 0.2085 (i_{t-1} - \pi_{t-1}^e) + 0.2111 *TII + 0.1289 (i_t - i_t^e - \varepsilon_t)$$

(0.6306) (0.1401) (0.0922) (0.0663) (0.0621)

+ 1.4419 y_t^{USA}

(0.0571)

La demanda agregada depende: a) inversamente de la brecha en el tipo de cambio real, lo que indicaría que en la medida en que el tipo de cambio real se encuentre por debajo de su nivel de equilibrio (apreciación real del colón) habría presiones de demanda; b) de la tasa de interés real $i_t - \pi_t^e$ (por su efecto sobre la inversión y el consumo); c) de los términos internacionales de intercambio; d) del premio por inversiones en colones y e) del producto interno bruto de los Estados Unidos, como elemento dinámico de nuestras exportaciones.

c) Variación de RIN total:

$$\left(\frac{\Delta RIN}{y} \right)_t = -0.0124 + 0.0345 \left(\frac{E_t P_t^*}{P_t} - \overline{TCR}_t \right) + 0.0694 (i_t - i_t^e - \varepsilon_t) + 0.3707 D_{-PUB}$$

(0.0026) (0.0452) (0.0694) (0.0873)

La modelación del cambio de RIN como proporción del PIB responde a la brecha en el ajuste del tipo de cambio real, del premio por inversiones en colones y del saldo de la deuda pública externa. Estas dos últimas variables explicarían en su orden, los movimientos en el capital privado y en el capital público.

d) Función de reacción del Banco Central para determinar la tasa de interés

$$i_t = 0.1401 + 0.2418 i_t^* + 0.3826 \varepsilon_t + 0.5922 \left(y_t - \bar{y}_t \right) + 0.2655 \left(\pi_t - \pi_t^{meta} \right) - 0.0904 \left(rin_t - \bar{rin}_t \right)$$

(0.0155) (0.2677) (0.1134) (0.1264) (0.1337) (0.0380)

+ 0.9743 D_t^{PUB}

(0.3395)

La función de reacción del BCCR se expresa en términos del manejo de la tasa de interés doméstica, de forma tal que ésta sea compatible con una senda de gasto que no implique presiones sobre la inflación doméstica, ni sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos. En este sentido, los incrementos en la tasa de interés doméstica serían explicados por: a) aumentos en la tasa de interés internacional (*), o bien se acelere la pauta de ajuste en el tipo de cambio, en ambos casos la reacción del BCCR busca mantener el premio por inversiones en documentos en colones, b) desvíos de la demanda agregada y de la inflación de sus tendencias de largo plazo, c) si el nivel de RIN es inferior al establecido como meta en el ejercicio de programación monetaria y d) en el tanto el influjo de capital público sea inferior al programado.

La *relación entre la inflación y el déficit fiscal* no es explícita, de manera que se dificulta poder determinar cuantitativamente posibles medidas de política monetaria, ante modificaciones en la política fiscal.

La *base de cálculo* del Programa Monetario es en saldos y no en promedio de saldos diarios, lo cual en ocasiones genera problemas de volatilidad en las estimaciones de las diferentes variables. No obstante, recientemente se elaboró un método que permite precisar de manera confiable la evolución que en el muy corto plazo se espera presenten los principales agregados y variables monetarias, el cual está siendo aplicado en el ejercicio base caja y se resume en el recuadro 4.

Finalmente, el *horizonte temporal* del programa está empezando a cambiar para adecuarlo al mediano plazo, abandonando su característica de corto plazo, con la ventaja de que se da el tiempo adecuado para que las decisiones de política cumplan su cometido.

Recuadro 4: Mejoras introducidas al seguimiento del programa Monetario de corto plazo

El BCCR ha dedicado esfuerzos en mejorar sus estimaciones de la trayectoria futura de los diferentes agregados y variables monetarias relevantes en el diseño de la política que ejecuta en el muy corto plazo, con el fin de calcular adecuadamente el acervo monetario necesario para que no se generen en el largo plazo presiones excesivas sobre los precios y la posición externa del país.

La investigación en ese sentido ha dado resultados positivos y actualmente se cuenta con un método que permite hacer proyecciones confiables de agregados y variables monetarias en el muy corto plazo, el cual es de utilidad en cinco aspectos relacionados con la programación monetaria del BCCR: en el cálculo de su intervención en el mercado de dinero primario mediante el empleo de las OMA regulares (colocación de BEM en subasta); en posibles operaciones de mercado abierto de afinamiento que pudiera realizar en el futuro; como apoyo al análisis de seguimiento del Informe Semanal para Junta Directiva; como complemento al método hasta ahora utilizado para obtener las estimaciones de las variables en la mensualización del Programa Monetario base devengado y; por último, para estimar diariamente las operaciones netas en el Mercado Organizado de Negociación de Divisas (MONED).

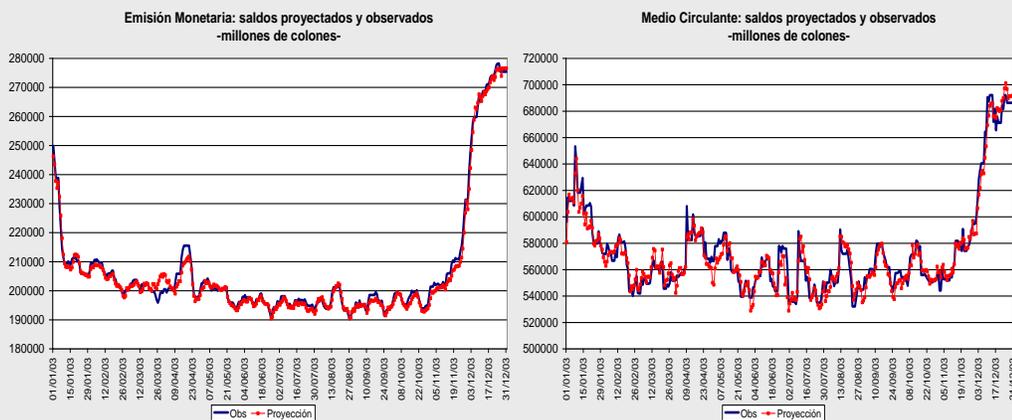
Metodología

Los pronósticos se obtienen al descomponer la tasa de variación interanual de los indicadores monetarios de efecto espejo calculados en forma diaria para los años 2002 y 2003, y aplicar la aceleración en dicha tasa al último saldo observado de esa variable. Dado que los indicadores se construyen aplicando el crecimiento anual de la variable incluido en el programa monetario, este método representa una forma de distribuir ese crecimiento a lo largo del año y con la periodicidad que se desee.

El indicador de efecto espejo es una tasa interanual para un determinado año y de acuerdo con una periodicidad definida. Por construcción, el indicador muestra una tendencia creciente, sin embargo, la diferencia entre una tasa y otra en el período requerido, muestra un comportamiento casi idéntico a la aceleración de la tasa interanual observada. Por consiguiente, ese es el punto de partida para obtener una proyección relativamente confiable de una determinada variable en el período de interés.

Resultados

Seguidamente se muestran los gráficos con los pronósticos diarios y valores observados hasta el 31 de diciembre, 2003 para dos de las principales variables que se les da seguimiento: la emisión monetaria y el medio circulante.



Como se observa, los pronósticos brindan un buen grado de ajuste con relación a los valores observados y con el cálculo del error cuadrático medio(EM), el error cuadrático medio absoluto (EMA) y la raíz del error cuadrático medio (RECM) en términos de flujos diarios, se concluye que el método es eficiente para realizar proyecciones de muy corto plazo.

Anexo 1: Instrumentos de política del Banco Central

Los instrumentos de política monetaria son medios cuantitativos o cualitativos con los cuales el banco central afecta directa o indirectamente sus metas. En el BCCR los instrumentos son de dos clases: ejecución de política y facilidades para el sistema financiero. En el primer caso, el BCCR utiliza estos instrumentos regularmente y por su propia iniciativa para el cumplimiento de las metas. En tanto que el Ente Emisor emplea las facilidades solamente en caso de que algún intermediario financiero requiera liquidez o apoyo para su normal funcionamiento. A continuación se realiza una descripción de los principales instrumentos empleados por el Ente Emisor:

Instrumentos de ejecución de política

i. **Operaciones de Mercado Abierto (OMA)**: son el principal instrumento del BCCR y se aplican mediante la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) e Inversiones de Corto Plazo (ICP).

Los BEM son títulos estandarizados, emitidos por el BCCR a plazos menores de un año (cupón cero) y a mediano plazo (2, 3 y 5 años con cupones semestrales) de acuerdo con los montos y condiciones financieras que establece su Junta Directiva. Por su parte, las ICP constituyen una facilidad de depósitos denominados en plazos de 7, 15 y 30 días. Ambos instrumentos son ofrecidos al público por medio de los puestos de bolsa.

ii. **El Encaje Mínimo Legal (EML)**: es el porcentaje de los depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera que los intermediarios financieros mantienen en el Banco Central. Un incremento en la tasa del EML reduce el proceso de creación secundaria de dinero, dado que los intermediarios disponen de una menor cantidad de recursos para asignar a activos, entre ellos el crédito al sector privado. Estas reservas de encaje, de acuerdo con lo establecido en el artículo 63 de la Ley Orgánica, no devengan interés alguno a favor de los intermediarios financieros, lo cual se traduce en un costo directo que estos incorporan en el margen de intermediación.

El encaje se controla con base en promedios quincenales de saldos diarios, con un desfase de cinco días.

iii. **Certificados de Depósito en Dólares (CERTD\$)**: en los últimos años, como apoyo para la constitución de RIN, el BCCR ha colocado certificados de depósito en dólares en el mercado local a plazos entre 2 y 10 años. Dichas colocaciones se han realizado por medio de subastas y colocaciones directas. Es importante señalar que no existe una programación específica para la venta de estos instrumentos en el mercado; no obstante se están realizando esfuerzos importantes para mejorar la gestión de las mismas con el propósito de “suavizar” el perfil de vencimientos y fortalecer la estandarización de este instrumento.

iv. **Tipo de cambio nominal**: es la cantidad de colones que deben entregarse por cada dólar estadounidense. Dado que el régimen cambiario es de minidevaluaciones, el tipo de cambio nominal se ajusta en forma diaria de acuerdo con una pauta de devaluación preestablecida.

Facilidades para el sistema financiero:

v. **Redescuento**: corresponde a los préstamos que otorga el BCCR como prestamista de última instancia a las instituciones financieras con problemas temporales de liquidez. El crédito otorgado no puede exceder el 80% del valor de los documentos presentados como garantía por las instituciones, los cuales deben tener alta bursatilidad en el caso de consistir en títulos valores o bien calificación A ó B certificada por la SUGEF si corresponden a documentos de crédito. El plazo de estas operaciones no puede exceder un mes y la tasa

de interés es equivalente a la tasa de interés más alta para crédito comercial de un grupo representativo de entidades reguladas por la SUGEF más 3 puntos porcentuales.

vi. Operaciones del Mercado Interbancario de Dinero: el BCCR únicamente participa en el MIB de moneda nacional y por iniciativa de los intermediarios financieros, lo cual hace que se clasifique este instrumento como pasivo. El propósito de esta participación es proporcionar liquidez a las entidades bancarias por medio de operaciones de recompra, en las cuales se pacta un contrato de compra y venta de títulos públicos a plazos menores de un mes (usualmente un día), tomando como referencia para el costo la tasa de las ICP a 7 días más un spread que en la actualidad se ubica en 12 p.p.. El BCCR solamente emplea este instrumento de política para facilitar liquidez al sistema financiero pues no realiza operaciones de absorción de recursos.

vii. Préstamos de Emergencia: son créditos en condiciones similares al redescuento pero que se otorgan solo a instituciones financieras intervenidas por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF).

viii. Préstamos en la Cámara de Compensación y Liquidación de Cheques: facilidades de liquidez que el BCCR le proporciona a los intermediarios participantes de la Cámara de Cheques para evitar cualquier riesgo de incumplimiento que pudiera entorpecer el sistema de compensación y liquidación. La tasa de interés que aplica el BCCR para este tipo de facilidades es equivalente a la tasa de interés de sus operaciones activas en el MIB más seis puntos porcentuales.