BCCR

PROGRAMA MONETARIO 2006-2007

BANCO CENTRAL de COSTA RICA

Enero 2006

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

Lic. David Fuentes Montero

Vicepresidente

Dr. Luis Mesalles Jorba

Directores

MAE Jorge Alfaro Alfaro

Lic. Hilda Pepita Echandi Murillo

MEE José Eduardo Angulo Aguilar

Dr. Bernal Jiménez Chavarría

El artículo 14, inciso b), 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 a fin de procurar la consecución del objetivo que le asigna la ley constitutiva.

En cumplimiento de lo anterior, se presenta el "Programa Monetario 2006-2007", 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 el período 2006-2007.

CONTENIDO

1. Consideraciones generales 1

2. Aspectos relevantes sobre el desempeño de la economía en el 2005 6

3. Programa Monetario para el bienio 2006-2007 17

Recuadro 1: Política monetaria y cambiaria en el 2005 4
Recuadro 2: Situación fiscal en el 2005 13
Recuadro 3: Perspectivas para el bienio 2006-2007 22

1. Consideraciones generales

Aún cuando en el 2005 la economía costarricense enfrentó un nuevo deterioro en sus términos de intercambio (2,5% en el año)[1], el desempeño macroeconómico del país, en términos generales, fue satisfactorio pues:

a) El crecimiento económico, medido por el Producto Interno Bruto (PIB) fue de 4,1% (en términos reales), mayor al previsto en el Programa Monetario (3,2%); dada la estructura productiva y las limitaciones que enfrenta la economía costarricense, dicha tasa se ubica en torno al crecimiento potencial de la economía en el largo plazo[2]. Expresado en términos per cápita, el PIB real también mostró una variación similar a la del año previo[3].

b) El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicó en 4,8% del PIB, 0,5 puntos porcentuales (p.p.) más alto que el del 2004. Este resultado estuvo afectado, de manera significativa, por el comportamiento del precio del petróleo y sus derivados, pues los distintos sectores económicos realizaron importantes esfuerzos de ajuste, situación que quedó de manifiesto con los siguientes ejercicios:

   i) si las importaciones de petróleo y sus derivados se hubiesen realizado al precio medio del período 2000-2003, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos hubiera sido de un 2,3% del producto (4,7% y 3,1% para el 2003 y 2004, en ese orden).
   ii) Si se excluye el gasto en combustibles, por primera vez en los últimos diez años la economía costarricense hubiera presentado un superávit en cuenta corriente cercano al 0,2% del PIB.

c) El saldo de reservas internacionales netas en poder del Banco Central mostró un incremento de $391 millones en el año, para ubicarse en el equivalente a 11,7% del producto, la relación más alta en la historia de la Institución.

d) Hubo esfuerzos importantes en el campo fiscal manifiestos en un menor déficit del Sector Público Global Reducido (SPGR), que evitaron presiones excesivas sobre la demanda interna.

El aspecto menos favorable de los resultados macroeconómicos fue la evolución de los precios internos, pues a pesar de las medidas de contracción monetaria

[1] En Latinoamérica las altas cotizaciones de materias primas, en general, tuvieron un efecto positivo sobre el desempeño de una parte importante de estas economías, por cuanto son países que suplen esos productos, por ejemplo, el petróleo en el caso de México, Colombia y Venezuela, el cobre en Chile y el gas en Bolivia.
[2] Estimado con base en métodos estadísticos, práctica común en países que no disponen de estimaciones de funciones de producción.
[3]

	2002	2003	2004	2005
PIB per cápita en dólares	4,119	4,200	4,368	4,580
Tasa de crecimiento	0.6%	2.0%	4.0%	4.9%
PIB per cápita en dólares de 1991	2,965	3,094	3,162	3,234
Tasa de crecimiento	0.8%	4.4%	2.2%	2.3%

que ejecutó el Banco Central, mediante una mayor absorción monetaria (Operaciones de Mercado Abierto –OMA-) e incrementos en la tasa de encaje mínimo legal, la inflación no cedió e incluso fue superior a la registrada en el 2004 (el recuadro 1 incluye una descripción de las principales acciones de política monetaria y cambiaria tomadas en el 2005).

La inflación medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó un 14,1% en el 2005, la tasa más alta observada al cierre de los últimos diez años y, cuatro p.p. superior al objetivo fijado por el Banco Central en su Programa Monetario de inicios del año. Un crecimiento más acentuado presentó la inflación subyacente (Índice Subyacente de Inflación – ISI -), indicador que mide la tendencia inflacionaria[4].

Como se ampliará en la siguiente sección, el desvío de la inflación con respecto al objetivo planteado en el Programa Monetario tuvo origen, en buena medida, en choques de oferta de origen externo[5], que junto con el incremento en el tipo de cambio, se manifestaron en una aceleración de los precios de los bienes transables. Aún cuando algunas de estas alzas de precios tienen una connotación transitoria, al parecer su impacto en los precios domésticos llevó a un deterioro en las expectativas inflacionarias y dificultó la desaceleración del crecimiento de los precios, dadas sus implicaciones inerciales (contratos, salarios, ajuste de precios y tarifas de bienes y servicios regulados y tipo de cambio).

Además, en el 2005 se acentuó la pérdida de efectividad de la política monetaria, asociada al problema conocido como "Trinidad imposible de la macroeconomía abierta". Bajo un régimen cambiario de mini-devaluaciones y en un contexto de libre movilidad de capitales, aumentos en la tasa de interés con fines de estabilidad interna, pueden fomentar la entrada de capital y, como el tipo de cambio no se ajusta en función de la disponibilidad de divisas, puede llevar a monetizaciones cuyo efecto el Banco Central debe neutralizar. Ello dificulta la eficacia de la política monetaria y usualmente eleva el costo financiero de la gestión monetaria.

Así, no es posible adoptar un régimen de tipo de cambio fijo y, simultáneamente, aplicar una política monetaria independiente, que tenga como principal objetivo la estabilidad de precios, pues la economía no puede tener dos anclas nominales: en este caso el tipo de cambio nominal y la inflación. Bajo este esquema, la política monetaria es endógena al estar determinada por el resultado de la balanza de pagos: cuando hay ganancia de reservas internacionales, la autoridad monetaria tiene que adquirir en el mercado cambiario el exceso de moneda extranjera a cambio de colones,

[4] Este índice excluye de la canasta del IPC aquellos bienes y servicios cuyos precios presentan mayor variabilidad, debido a fenómenos climáticos, decisiones administrativas o por volatilidad de precios en el mercado internacional, como por ejemplo los bienes agrícolas y combustibles.

[5] Países con estructuras productivas similares a la nuestra también experimentaron el efecto adverso del incremento en la cotización internacional de materias primas. En términos generales, a nivel centroamericano se observaron desvíos con respecto al objetivo inflacionario.

Centroamérica: Variación anual del Índice de Precios al Consumidor, 2005

	Guatemala	Honduras	El Salvador	Nicaragua	Costa Rica
Objetivo	4%-6%	6,5%-7,5%	4%-5%	7.3%	10.0%
Observado	8.6%	7.7%	4.3%	9.6%	14.1%

caso contrario debe proveer de moneda extranjera al mercado, con la consecuente reducción de la oferta monetaria.

Lo anterior significa que el banco central no está en plena capacidad de utilizar la política monetaria para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios, pues entradas o salidas de capital se traducen en aumentos o disminuciones de la oferta monetaria, y podrían introducir mayor variabilidad en los precios internos y las tasas de interés.

Una de las formas de aumentar la efectividad de la política monetaria y poder combatir con éxito desde el BCCR las presiones inflacionarias es flexibilizar el régimen cambiario y, pasar de un sistema de mini-devaluaciones hacia otro que permita al mercado una mayor presencia en la determinación del tipo de cambio. No obstante, esa flexibilidad cambiaria no es condición suficiente para alcanzar tasas de inflación como las que actualmente presentan la mayoría de los países socios comerciales de Costa Rica. Por ello es indispensable dar una solución definitiva al problema de las pérdidas de la Institución y sanear de manera más sostenible el problema fiscal.

La problemática del déficit del Banco Central, presente por más de dos décadas y que en los últimos años ha alcanzado relaciones respecto al PIB en torno a 1,5%, constituye una fuente permanente de inyección de liquidez, que limita la independencia de la Institución para aplicar los instrumentos de control, necesarios para la corrección de desequilibrios monetarios[6].

Esa situación, en un escenario de déficit fiscal, genera presiones sobre las tasas de interés, al tiempo que aumenta el costo de la gestión monetaria. En ausencia de medidas para contrarrestar el efecto expansivo del déficit, los excesos de liquidez podrían generar presiones sobre la demanda interna, y traducirse en un incremento en las importaciones (desestabiliza la cuenta corriente de la balanza de pagos) o bien en presiones inflacionarias.

Por su parte, la disciplina fiscal es importante para evitar que el peso de la estabilización recaiga sobre la política monetaria. Excesos en el gasto público presionan la demanda interna, con las consecuencias antes señaladas.

Si el fisco utiliza recursos internos para financiar su déficit, restringe el gasto interno del sector privado. Así, en el corto plazo tiende a elevar las tasas de interés y a producir un efecto real que se materializa cuando la permanencia del déficit fiscal desplaza el gasto privado, al competir ambos sectores por recursos reales escasos. Por otra parte, en el largo plazo continuos déficit fiscales afectan negativamente las expectativas inflacionarias y, en consecuencia, tienden a reflejarse en tasas nominales de interés más altas.

[6] Las pérdidas afectan la independencia del BCCR al reducir los grados de libertad para ejecutar la política monetaria, pues al generar expansiones monetarias continuas, debe utilizar sus instrumentos de control para neutralizarlas, limitando su uso para corregir desequilibrios generados por otras causas, por ejemplo, entradas excesivas de capital externo.

Recuadro 1
Política monetaria y cambiaria en el 2005

En el 2005 la política monetaria enfrentó varios retos: i) reducir la inflación interna en tres p.p., al plantear como objetivo del Programa Monetario una inflación en torno al 10%, medida con la variación del IPC; ii) evitar que las presiones inflacionarias heredadas del 2004 contagiaran a otros sectores de la economía y se presentara un efecto de segunda vuelta; iii) reducir la brecha entre las expectativas de inflación y el objetivo inflacionario y; iv) ser prudente en las acciones de política, pues dado el régimen cambiario, ajustes en tasas de interés podrían fomentar el ingreso de capital externo y, debilitar el efecto restrictivo de la medida.

No obstante, en la primera mitad del 2005 la economía costarricense continuó enfrentando choques de oferta, cuya duración y magnitud superaron lo previsto. Básicamente estos choques se manifestaron en incrementos fuertes en el precio del petróleo y del café, ajustes en tarifas de servicios públicos, así como en aquellos precios que si bien no resultaban directamente afectados por estos eventos, fueron modificados en función de expectativas crecientes de inflación o de la inflación pasada.

Esto incidió negativamente sobre la inflación. Los pronósticos de inflación interna que se tenían en junio del 2005 apuntaban lo difícil de alcanzar el objetivo inflacionario e indicaron una estimación en torno al 12,7%. En razón de ello, pero sin ajustar la política monetaria a la inflación observada, la Institución reconoció esa imposibilidad y complementó sus OMA con un uso más intensivo del encaje, con el interés primordial de desacelerar el ritmo de crecimiento de los precios internos, acciones que quedaron plasmadas en la Revisión del Programa Monetario 2005-2006.

1. Política monetaria

A lo largo del 2005 el BCCR trató de aplicar una política monetaria restrictiva, mediante el uso intensivo de sus OMA e incrementos en el requisito de encaje mínimo legal. Estas acciones, sin embargo, no tuvieron el efecto deseado en el tanto la Institución enfrentó importantes monetizaciones, entre ellas la generada por la acumulación de activos externos por encima de lo previsto y, que le llevó a girar recursos por el orden de ¢315.000 millones. Particularmente las acciones se concretaron en:

a) En enero del 2005 subió la tasa de interés de política[7] en 50 puntos básicos (p.b.), para ubicarla en 14,5%. Con ello buscó señalizar el carácter restrictivo de su política, dada la preocupación por contener el crecimiento acelerado de la inflación y, además, compensar el efecto que sobre el premio por ahorrar en colones tuvo la tendencia creciente de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos.

   No obstante, ese ajuste unido a una menor pauta de devaluación aplicada a partir de enero del 2005, llevó el citado premio a niveles suficientemente atractivos para incentivar la entrada de capital externo, situación que bajo un régimen de mini-devaluaciones, obligó al BCCR a tratar de neutralizar la monetización de esos recursos. Ello además de dificultar el manejo de la política monetaria, tuvo un efecto negativo sobre el resultado financiero de la Institución.

b) En procura de moderar la entrada no prevista de capital externo y mejorar el control de la liquidez, el BCCR tomó medidas para replantear el uso de sus instrumentos. Estas medidas fueron:

   i. Dado el poco efecto que el aumento en las tasas de interés de las OMA tuvo en las tasas del resto del sistema financiero, el BCCR redujo paulatinamente la tasa de los Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) y la ajustó a las vigentes en el mercado secundario de títulos[8].

   ii. En junio dispuso variar la mezcla de sus instrumentos de control monetario. Por un lado, intensificó el uso del encaje mínimo legal, e incrementó el requisito en 3 p.p.[9], para llevarlo a un 15%, máximo permitido por ley. Esta medida aplicó tanto para operaciones en colones como en moneda extranjera y, significó un traslado de recursos hacia el BCCR de aproximadamente ¢60.000 millones y $120 millones, por las captaciones en colones y en moneda

[7] Tasa de interés para las inversiones de corto plazo a 30 días.

[8] En los primeros meses del año se observó una brecha importante entre la tasa de BEM en el mercado primario y su cotización en el mercado secundario. Ello generó atractivos márgenes de ganancia para quienes adquirían títulos en subasta y luego los negociaban en el mercado secundario.

[9] El primer ajuste (1,5 p.p.) rigió a partir del 16 de julio, 2005, en tanto que el segundo fue a partir del 16 de agosto del mismo año.

extranjera, en ese orden[10]. Por otra parte, redujo la tasa de interés de política en 50 p.b. con el fin de adecuarla al comportamiento de los tipos de interés de los BEM.

c) En noviembre y diciembre del 2005 el Directorio ajustó al alza la tasa de política para llevarla a un 15,0% (50 p.b. cada mes). La medida obedeció, principalmente, a crecimientos en los agregados monetarios y crediticios mayores a los previstos, al tiempo que las tasas de interés en los mercados internacionales continuaban al alza.

d) En el 2005 el BCCR enfrentó vencimientos de Certificados de Depósito a Plazo en dólares (CERTD$) por $187 millones, operaciones que decidió no renovar, dada la activa participación que la Institución tuvo en el mercado privado de cambios y, que le permitió mantener el saldo de Reservas Internacionales Netas en niveles aceptables.

2. Política cambiaria

En materia cambiaria, en el 2005 el BCCR aplicó una pauta media de ajuste diario del tipo de cambio nominal de quince céntimos, siguiendo el criterio de Paridad del Poder de Compra, el cual busca ajustar el tipo de cambio en función del comportamiento previsto del diferencial entre la inflación interna y la de los socios comerciales y, del dólar estadounidense respecto a la canasta de monedas de esos socios comerciales. Con esa pauta, el precio de la divisa aumentó en 8,3% y la devaluación nominal alcanzó un 7,7% al cierre del año.

Cifras preliminares indican que el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral alcanzó un nivel promedio anual de 107,1 en el 2005, lo que refleja una depreciación real del colón de 0,5% respecto a igual promedio del 2004. Este comportamiento fue resultado de una variación nominal del tipo de cambio que compensó el diferencial entre la inflación interna[11] y externa, a pesar de que, en promedio, las monedas de los principales socios comerciales presentaron una pérdida de poder adquisitivo respecto al dólar estadounidense de 0,4% en el 2005.

Cabe resaltar que el incremento de los precios externos[12] alcanzó variaciones inusuales al acumular una tasa media de 5,9% en el 2005, en buena medida afectada por la variación promedio del Índice de Precios al Productor estadounidense (7,3%).

[10] Con base en la información de la situación de encaje de junio y diciembre del 2005.

[11] Medida por el Índice de Precios al Productor Industrial con combustibles.

[12] Medida por el Índice de Precios al Productor de los socios comerciales que calculan este índice y, el Índice de Precios al consumidor para el resto de países.

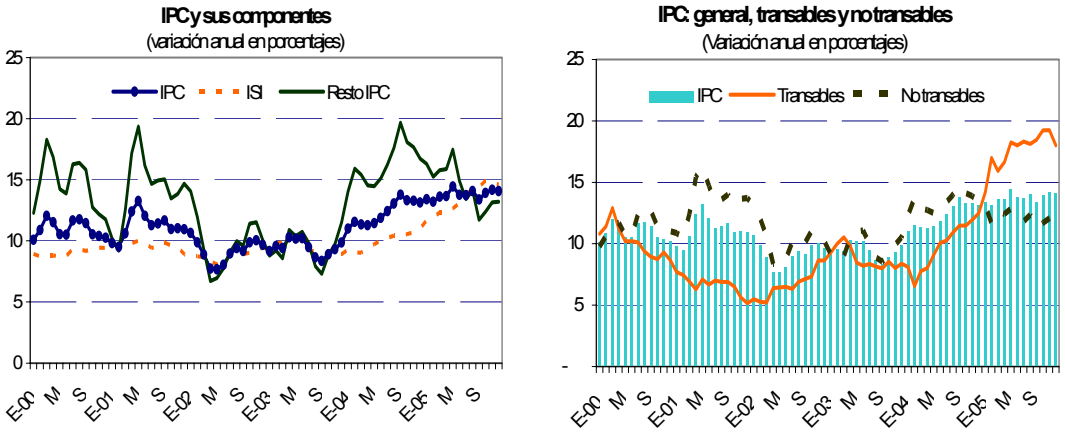
2. Aspectos relevantes sobre el desempeño de la economía en el 2005

En este apartado se presenta una caracterización de la inflación interna en el 2005, y de seguido se analizan tres elementos que podrían explicar el comportamiento del indicador: i) la evolución de la economía mundial, pues su comportamiento incide, por la vía de las transacciones con el sector externo, sobre la producción, la demanda agregada y los precios de la economía costarricense; ii) la oferta y demanda agregada, con el fin de identificar la posible existencia de presiones inflacionarias y; iii) los principales rasgos del sector monetario, en el tanto excesos de liquidez se pueden traducir en presiones futuras sobre la demanda interna.

El 2005 se caracterizó por la persistencia de altas tasas de inflación interna, que fueron una preocupación constante para la Autoridad Monetaria. La inflación, medida por la variación anual del IPC, fue de 14,1%, indicador que no solo superó en más de cuatro p.p. el objetivo inflacionario planteado por la Institución a inicios de año, sino también fue el resultado más alto observado al cierre de los últimos diez años.

A su vez, el Índice Subyacente de Inflación (ISI), que mide la tendencia de mediano plazo, creció a una tasa anual de 14,6%, variación que superó en 5,4 p.p. a la tasa media del período enero 2000-mayo 2004, cuando la norma fueron cambios anuales inferiores al 10%. Por su parte, el componente no subyacente de la inflación acumuló un crecimiento del 13,2%.

Gráfico 1



Este comportamiento alcista en la inflación ha sido foco de atención por parte del BCCR, que desde el 2004 endureció su política monetaria, sin que ello se tradujera en mejoras significativas en la evolución de los precios internos. Particularmente debe destacarse que:

a) El índice de precios de bienes transables, que comprende aquellos afectados, en forma directa e indirecta, por los precios internacionales y por

el tipo de cambio, mostró una variación anual de 18% en el 2005 (12,5% un año atrás) y reflejó, en buena medida, el aumento en las cotizaciones internacionales del café, hidrocarburos y de la carne de res, cuyo efecto fue trasladado de manera importante a los precios domésticos; esta situación fue reforzada con la variación de 8,3% en el precio en colones del dólar estadounidense.

El aporte de los bienes transables a la variación anual del IPC fue de 5,3 p.p., y específicamente destaca lo siguiente:

- El aporte directo de los combustibles a la variación anual del IPC fue de 0,6 p.p..

- Los precios del café y del rubro de "carnes y embutidos" registraron incrementos importantes en el 2005 (78% y 22%, en ese orden) y su aporte a la variación del IPC fue de 1,3 p.p. y 1,6 p.p.. En el caso particular del café el traslado hacia el mercado interno del efecto de las mayores cotizaciones internacionales fue posible dada la alternativa de comercialización en el mercado internacional.

Por su parte, el precio de los bienes y servicios no transables aumentó en un 12,4% en el 2005, si bien un punto porcentual por debajo de la variación registrada un año atrás, superó la observada en períodos previos al 2004. El comportamiento de este índice en el 2005 se podría atribuir, en parte, al efecto indización del precio de ciertos bienes y servicios (como consecuencia de ajustes salariales y ajustes en función de la inflación pasada, entre otros), pues los precios de los "bienes agrícolas" y de los "servicios regulados" mostraron un menor crecimiento en relación con las tasas observadas en el 2004.

Específicamente en el grupo "servicios regulados" hay que hacer la salvedad de la partida de transporte, que creció en 20,8% (11,5% en el 2004) y aportó un 1,4 p.p. al crecimiento anual del IPC; ese comportamiento en buena medida reflejó lo acontecido con los combustibles.

b) La aceleración de la inflación subyacente respondió, en gran medida, a la evolución de los precios de los bienes alimenticios (particularmente el efecto del café, carnes y embutidos fue significativo), que en conjunto explicaron un 58% del crecimiento anual del ISI. Es necesario acotar que los servicios del ISI también mostraron una aceleración de aproximadamente tres p.p. con respecto al crecimiento registrado en el 2004, cuando la tasa se ubicó en un 8,8%.

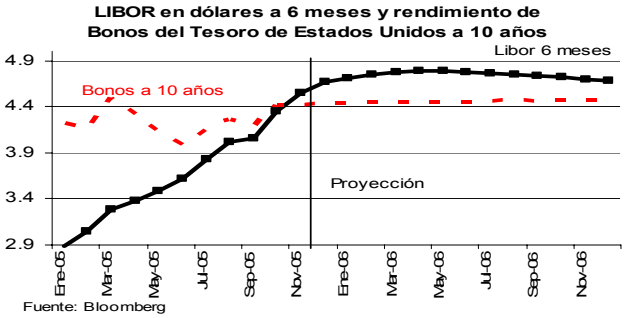
2.1. Entorno externo

Tres elementos caracterizaron la evolución de nuestros principales socios comerciales en el 2005, a saber:

a) Una desaceleración en el crecimiento económico, en buena medida, afectada por altos precios de petróleo, una política monetaria menos

expansiva en Estados Unidos[13] y el efecto de catástrofes naturales de grandes dimensiones, como el tsunami en Asia, huracanes en Estados Unidos y países caribeños y terremotos en Medio Oriente. El efecto de estos fenómenos se vio, en parte, contrarrestado por condiciones favorables en los mercados financieros internacionales y el lento ajuste de las tasas de interés de largo plazo.

Gráfico 2



b) Un ligero repunte en la inflación mundial, a pesar del fuerte incremento en el precio del petróleo. El crecimiento de la demanda mundial de bienes básicos y materias primas tuvo un efecto moderado en las presiones inflacionarias, en razón de la capacidad excedente en las economías industrializadas, la credibilidad en las políticas de los bancos centrales y el crecimiento de la productividad en los Estados Unidos.

   Particularmente en el último año el precio del barril de petróleo aumentó en más de 36%[14], afectado por la solidez de la demanda mundial, las restricciones en cuanto a la capacidad de la infraestructura para ajustarse a la demanda, los factores de tipo climático y los riesgos geopolíticos, que variaron las tendencias de precios para el largo plazo.

c) Una favorable participación de las economías emergentes en los mercados financieros internacionales, sustentada en una abundante liquidez a nivel internacional, la fuerte demanda por bonos soberanos y, en general el buen manejo macroeconómico de éstas. Lo anterior incidió en la reducción que presentó el spread de los bonos soberanos para las economías latinoamericanas, que calculado con el EMBI Latin[15] fue de 385 p.b. para los primeros 10 meses del 2005, inferior en 169 p.b. al de igual lapso del 2004.

Desde el punto de vista de su impacto sobre el desempeño de la economía costarricense destacan básicamente los siguientes aspectos:

---

[13] El mayor precio de combustibles, el aumento en costos laborales, el desequilibrio de la cuenta corriente y la necesidad de corregir el precio de activos inmobiliarios, llevaron a la Reserva Federal a una política monetaria menos laxa, en procura de la estabilidad de precios. En el 2005 el ajuste en su tasa de interés fue de 2,0 p.p.

[14] El promedio simple del precio del barril de crudo de las variedades U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate fue de $38 en el 2004, y de $51,9 en el 2005. Este comportamiento quedó manifiesto en el precio medio del barril de coctel de hidrocarburos que importa Costa Rica, que pasó de $43,9 a $61,5 entre ambos años.

[15] Es el Índice de Bonos de los Mercados Emergentes Latinoamericanos (The Emerging Markets Bond Index) que da seguimiento a los retornos de los instrumentos de deuda externa de los mercados emergentes.

a) La desaceleración del crecimiento económico mundial no restó dinamismo a la demanda externa por bienes y servicios costarricenses. Particularmente se estima que las catástrofes naturales antes comentadas tuvieron un efecto positivo importante en las actividades relacionadas con el turismo receptivo.
b) Dada la estructura productiva de Costa Rica, la evolución de las cotizaciones internacionales de materias primas se reflejó en un deterioro importante en los términos de intercambio y, afectó negativamente la evolución de los precios internos (situación no observada en los indicadores de inflación mundial) y el resultado en cuenta corriente de la balanza de pagos.

2.2. Oferta y demanda agregadas

Se estima que la disponibilidad de bienes y servicios a precios constantes en la economía costarricense (oferta global) registró una aceleración de 0,6 p.p. en el 2005, al crecer a una tasa de 6,4%.

Ese comportamiento estuvo determinado, en mayor medida, por el aporte de las importaciones de bienes y servicios que aumentaron un 10,8%, impulsadas principalmente por las compras externas de bienes, en particular de materias primas destinadas a la producción de las zonas francas, pues los servicios importados más bien mostraron una desaceleración. La oferta de bienes importados aportó 3,7 p.p. al crecimiento de la oferta global.

Por su parte, el Producto Interno Bruto creció a igual ritmo que el año previo (4,1%) y mantuvo su aporte al crecimiento de la oferta global. Ello aún cuando fue notoria la mejoría en la producción agropecuaria y la manufacturera destinada al mercado externo.

Cuadro 1

Tasas anuales de crecimiento de la oferta y demanda global en términos reales por componentes

	2003	2004	2005
Oferta Global	4.5%	5.8%	6.4%
PIB	6.4%	4.1%	4.1%
Importaciones	0.9%	9.1%	10.8%
Demanda Global	4.5%	5.8%	6.4%
Demanda Interna	1.0%	4.6%	3.6%
Consumo privado	3.2%	3.3%	3.1%
Consumo Gobierno	-0.3%	1.3%	0.0%
Form. Bruta capital fijo y Δ existencias	-4.5%	9.8%	6.5%
Demanda Externa	12.0%	8.2%	11.8%
Exportaciones de bienes y servicios	12.0%	8.2%	11.8%

Desde la óptica de la demanda, el componente externo mostró una mayor tasa de crecimiento (11,8% contra 8,2% en el 2004), en tanto que la demanda interna creció en 3,6%, un p.p. menos que lo observado un año atrás.

Es importante indicar que, el crecimiento de la demanda interna superó la variación real del ingreso nacional disponible bruto (3%), situación que quedó de manifiesto en una mayor propensión media a gastar, la cual mostró un incremento de 0,5 p.p. y derivó en un aumento similar en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos con respecto al ingreso y, en un mayor

financiamiento externo. El mayor ahorro externo no solo permitió atender esas necesidades sino también acumular reservas internacionales, con el consecuente efecto expansivo sobre la liquidez de la economía.

La desaceleración en el crecimiento de la demanda interna reflejó una menor contribución de las existencias y del gasto en consumo final, que atenuó el impacto en el gasto interno del repunte de la inversión en capital fijo. Así, el incremento en la propensión media a gastar estuvo determinado por la evolución de la formación bruta de capital, incluida la variación de inventarios. Particularmente a nivel de los componentes de esta demanda se tiene que:

a) El gasto en consumo final de los hogares creció alrededor de 3,1% (0,2 p.p. menos que un año atrás), desaceleración que reflejó el moderado crecimiento de los ingresos salariales. A su vez, la evolución de los ingresos salariales estuvo determinada por la mayor generación de puestos de trabajo, cuyo efecto fue parcialmente compensado por el estancamiento en los salarios medios[16]. Se estima que el incremento observado en el financiamiento para consumo por parte del sistema bancario permitió moderar la desaceleración en el consumo.

b) El gasto de consumo final del Gobierno General se estancó, producto especialmente de una política fiscal austera, manifiesta entre otros, en una contracción en las compras de bienes y servicios, y del moderado incremento en el rubro de sueldos y salarios. Este comportamiento de las finanzas públicas contribuyó a no generar presiones excesivas sobre la demanda y, en consecuencia sobre la evolución de los precios internos.

c) Por su parte, la formación bruta de capital fijo mostró un crecimiento acelerado (6,6% frente a -0,5% en el 2004) dado el impulso del componente de bienes de capital (9,2%), afectado en gran medida por el incremento en la inversión de empresas amparadas al régimen de Zonas Francas. Por el contrario, la inversión en nuevas construcciones (3,1%) mostró menor dinamismo, en respuesta al comportamiento de las obras civiles privadas y públicas, estas últimas reflejo de medidas de contención del gasto público.

Dados estos resultados y una variación del deflactor implícito del producto del orden del 11,9%, se estima un crecimiento nominal del PIB en torno al 16,5% en el 2005, en tanto que la demanda interna estaría creciendo alrededor de un 17,6%. Este exceso de demanda llevó a un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos cercano al 4,8% del producto, similar al proyectado en la revisión del programa monetario, pero superior al 4,3% del 2004.

La mayor necesidad de ahorro externo respondió, entre otros, a la reducción en los términos de intercambio en el 2005, afectada en buena medida por el mayor precio del petróleo y de otras materias primas. Este último efecto estuvo parcialmente compensado por un buen desempeño de los precios del café y de otros bienes manufacturados destinados principalmente al mercado

[16] De acuerdo con el Índice de Salarios Mínimos Reales estos crecieron un 0,2%. Sin embargo, otros ingresos de los hogares se vieron afectados negativamente, pues el ingreso medio real de las familias mostró un descenso de 3,9%, según los resultados de la Encuesta Nacional de Hogares de Propósitos Múltiples,

centroamericano, así como de los precios de los servicios exportados, entre ellos los asociados a la actividad turística. Particularmente se observó lo siguiente:

a) Las exportaciones de mercancías generales crecieron un 12,1%, como reflejo del dinamismo de las ventas de productos no tradicionales (principalmente piña, melón y botánicos) y productos industriales.

b) Las ventas de las empresas amparadas a los regímenes especiales, concentradas en actividades de zonas francas, crecieron un 12,3%.

c) Por su parte, el valor de las compras externas aumentó 15,5%, dadas las mayores importaciones de mercancías generales. Destacó el efecto del incremento en el valor de la factura petrolera (el precio medio por barril del coctel de hidrocarburos aumentó en $17,6 y, además la cantidad importada subió en un 2%). Se estima que este efecto ascendió a $299,3 millones, un 35% del aumento en las importaciones regulares realizadas por el país.

d) El aporte de la cuenta de servicios subió cerca de 1 p.p. del PIB, siendo un elemento fundamental en este comportamiento el incremento del turismo receptivo (17%, de las tasas más altas en los últimos años).

Por su parte, el financiamiento neto al país registró un aumento significativo durante el 2005, sobretodo el canalizado al sector privado. Mientras en el 2005 el sector público fue pagador neto, el sector privado recibió financiamiento por el equivalente a 7,1% del PIB[17].

A pesar del mayor déficit en cuenta corriente, los influjos netos de capital externo no solo fueron suficientes para financiarlo, sino también para permitir una acumulación de activos externos. En efecto, las reservas internacionales netas en poder del BCCR aumentaron en $391 millones y su saldo alcanzó $2.313 millones, monto equivalente a un 11,7% del producto. Este nivel se considera adecuado de acuerdo con los indicadores más utilizados para medir la suficiencia de reservas, pues se estima que ayudarían a afrontar crisis de liquidez y a sobrellevarlas de una forma adecuada[18].

No obstante, esa acumulación de reservas por parte del BCCR dificultó la ejecución de la política monetaria, pues constituyó la principal fuente de expansión monetaria.

[17] Destaca la Inversión Extranjera Directa, los créditos comerciales y los préstamos tanto a corto como a largo plazo. Se estima que el incremento en las tasas internas de interés fue un factor que atrajo capital externo.

[18] Este saldo es equivalente a 4,2 meses de importaciones regulares, 2 veces la base monetaria y 1,6 veces el monto de deuda externa de corto plazo según vencimiento residual; los valores mínimos recomendados en cada caso son 3, 1, y 1, en ese orden. Este nivel también supera el recomendado por el Fondo Monetario Internacional para economías emergentes ($2.186 millones estimado para Costa Rica), el cual considera además de la deuda externa de corto plazo, un 20% del agregado monetario M2 que en tiempos de crisis los residentes de la economía podrían transformar rápidamente en activos externos.

Cuadro 2

Balanza de Pagos de Costa Rica
Cifras en millones de $

	2003	2004	2005 1/
I. Cuenta corriente	(953)	(796)	(951)
Bienes	(1,543)	(1,955)	(2,460)
Servicios	1,230	1,391	1,655
Renta	(849)	(444)	(419)
Transferencias corrientes	209	212	274
II. Cuenta de capital y financiera	1,292	878	1,341
A. Cuenta de capital	28	9	-
B. Cuenta Financiera	1,264	868	1,341
Sector público	282	75	(72)
Sector privado	982	793	1,413
Inversión directa	574	617	653
Resto de capital privado	408	176	760
III Activos de reserva (- aumento, + disminución)	(339)	(82)	(391)

1/ Preliminar.

Es necesario recordar que, la acumulación de reservas internacionales lleva asociada un deterioro en las finanzas de la Institución, en la medida que el ingreso que generan esos recursos es inferior al costo de neutralizar la expansión de liquidez asociada a ella. Ello agrava aún más el ya comentado problema de las pérdidas del BCCR, cuya monetización debe ser neutralizada con emisión de nueva deuda. Las pérdidas del BCCR alcanzaron en el 2005 una suma equivalente al 1,4% del PIB.

El déficit del BCCR unido al resultado financiero del sector público[19] llevó a un déficit del Sector Público Global Reducido de 2,2% del producto, bastante más bajo que el observado un año atrás y que pone de manifiesto, principalmente, acciones de contención del gasto público y medidas que procuraron mejorar la recaudación tributaria (mayor detalle en recuadro 2).

Cuadro 3

Déficit del Sector Público Global Reducido
(como porcentaje del PIB)

	2004	2005 1/
Déficit SPGR	3.6%	2.2%
Gobierno	2.8%	2.0%
Resto SPNF (superávit)	-0.4%	-1.2%
BCCR	1.3%	1.4%

1/ Preliminar.

[19] Gobierno Central e Instituciones Autónomas.

Recuadro 2.
Situación fiscal en el 2005

Según cifras preliminares base reconocido a diciembre 2005, el déficit acumulado del Sector Público Global Reducido (SPGR) fue de 2,2% del PIB, inferior al registrado en igual lapso del 2004 (3,6%). En este comportamiento influyó el menor déficit del Gobierno Central y la mejora del resto de instituciones del sector público.

La evolución de los ingresos y egresos gubernamentales en el 2005 estuvo determinada, en gran medida, por una política restrictiva en el giro de transferencias y, por acciones orientadas a reducir la evasión fiscal, entre ellas la puesta en marcha de un sistema informático de administración aduanera[20].

Particularmente, los principales aspectos que influyeron en los ingresos gubernamentales fueron:

- El aumento en la recaudación tributaria por concepto de aduanas, originado en mayores ingresos por importación de materias primas y bienes de capital.
- La recuperación del impuesto de renta, en buena medida asociada con el aumento en el número de contribuyentes inscritos en Tributación Directa durante el II semestre del 2004, que permitió un repunte de los anticipos por el pago parcial de renta para el 2005.

Los principales aspectos que influyeron en el comportamiento del gasto gubernamental fueron:

- La contracción en las transferencias corrientes y de capital, contenidas en la partida "otros gastos de capital". Parte de esta mejora respondió a la aplicación con mayor rigurosidad del principio de "caja única", el cual permite hacer un uso más eficiente de los recursos, en el tanto los desembolsos a las dependencias del Gobierno Central se basan en la programación de gastos de inversión y el avance de los proyectos.
- El moderado incremento en el rubro sueldos y salarios (representan un 30,5% del total de gastos), que creció a una tasa similar a la del 2004.
- El crecimiento en el pago de intereses (¢62.410 millones), que influyó adversamente en los esfuerzos del Gobierno por disminuir sus gastos. No obstante, su participación dentro del total de gastos se mantuvo en torno al 26%. Cabe indicar que mientras el servicio de intereses sobre la deuda interna creció en 12,5 p.p. con respecto al 2004, el pago de intereses sobre deuda externa se desaceleró en 11,8 p.p..

Las acciones del Gobierno se tradujeron en un aumento en el superávit primario de 0,7 p.p. del PIB (2,2% contra 1,5% del año previo) y dio lugar a un déficit financiero del Gobierno de 2,0% del PIB, relación inferior a la observada en igual lapso del 2004 (2,8% del PIB).

El Gobierno atendió sus obligaciones financieras con colocación neta de bonos internos y el uso de recursos depositados previamente en el BCCR.

El resto del sector público no financiero reducido (RSPNFR)[21] mostró al finalizar el 2005 un superávit financiero de 1,2% del PIB, superior en 0,8 p.p. al del 2004. En ello incidió la mejora en la posición financiera de todas las entidades de la muestra, pero especialmente del ICE, CCSS y RECOPE. En los dos primeros casos, resultado de menores gastos de capital y una desaceleración en la compra de bienes y servicios[22], en tanto que, la mejora en las finanzas de RECOPE estuvo determinada, en buena parte por el incremento de ingresos por venta de combustible, producto a su vez de las continuas alzas en los precios internos de estos productos.

[20] Sistema Tecnología de Información para el Control Aduanero (TICA).

[21] Incluye una muestra de 6 instituciones del sector público: Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS), Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), Consejo Nacional de Producción (CNP), Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE), Junta de Protección Social (JPS) e Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados (ICAA).

[22] También incidieron los mayores ingresos en el sector salud por concepto de cuotas de los trabajadores a la seguridad social (4,9% más que en el 2004).

En síntesis, cuatro características destacan de este aparte:

i. La actividad económica fue impulsada por la demanda externa, toda vez que la demanda interna mostró una desaceleración.
ii. La propensión media a gastar de la economía se incrementó y presionó las necesidades de financiamiento, necesidades que fueron atendidas con ahorro externo.
iii. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se incrementó, producto de un mayor exceso de gasto del sector privado, pues el del sector público se estancó.
iv. El mayor déficit del sector privado reflejó, en buena medida, el comportamiento de la formación bruta de capital por parte de empresas amparadas al régimen de zonas francas, por lo que dicho comportamiento no solo se manifestó en mayores importaciones, sino también contó con el financiamiento requerido por parte del sector externo.

2.3. Agregados monetarios y crediticios

En términos generales, los agregados monetarios y crediticios presentaron en el 2005 un crecimiento superior al previsto en el Programa Monetario y al observado en años previos. Ello constituyó un indicador de alerta acerca de la existencia de excesos de liquidez en la economía y de la necesidad de endurecer la política monetaria, buscando a su vez prudencia en las acciones, pues el esquema de mini-devaluaciones unido a la apertura de la cuenta de capitales, introduce un alto grado de endogeneidad a la oferta monetaria y, en consecuencia debilita el efecto restrictivo de las medidas.

El comportamiento de los medios de pago reflejó una mayor expansión de la base monetaria, compensada parcialmente por una disminución del multiplicador bancario del dinero; esto último en parte reflejo del aumento en la tasa de encaje mínimo legal y del mayor traslado de recursos de la banca hacia las inversiones de corto plazo del BCCR.

Por el lado del origen, la expansión de la base monetaria estuvo determinada por[23]: i) una activa participación del BCCR como comprador neto en el mercado privado de cambios[24], que permitió atender la demanda de dólares por parte del sector público y fortalecer la posición de reservas internacionales; ii) un incremento en las pérdidas de la Institución[25] y; iii) el uso de recursos de Gobierno depositados en el BCCR, tanto en moneda nacional como la monetización de los depósitos en dólares. Estos movimientos fueron parcialmente compensados con un incremento en el saldo de OMA, que superó con creces lo observado el año anterior.

[23] Por el lado de los usos, un 60% de la variación anual de la base monetaria estuvo determinada por una mayor demanda por reservas bancarias, principalmente para atender el incremento en la tasa de encaje. El 40% restante puso de manifiesto una mayor demanda de numerario por parte de los agentes económicos.
[24] Recursos que se estima provinieron de un mayor ingreso neto por turismo, una mayor liquidación de dólares asociada al sector comercio, la preferencia por títulos en moneda nacional ante el incremento en el premio por ahorrar en colones, particularmente en el caso de títulos públicos y, una entrada neta de capital externo.
[25] Reflejó mayores gastos de estabilización monetaria, producto de un efecto cantidad y de un efecto precio.

Cuadro 4

Base monetaria 2005: Factores de expansión y contracción
Flujos anuales en millones de colones

Factores Expansivos			**524,204**
Efecto monetario operaciones cambiarias [1/]			398,108
Moned		938,531	
Compras Directas		151,577	
Monetización del Gobierno		82,771	
Demanda divisas del sector público		(774,772)	
Pago de títulos deuda pública interna	(104,549)		
Importaciones y deuda externa	(670,223)		
Efecto monetario déficit BCCR [2/]			111,358
Depósitos Gob M/N			9,629
Depósitos OIF M/N			5,109
Factores Contractivos			**389,322**
BEM colocación directa			246,700
ICP			140,194
Otros contractivos			2,429
Cambio anual Base monetaria			**134,882**

1/ La estimación del efecto monetario de la acumulación de RIN no contempló la monetización de los depósitos en dólares que mantenía el Gobierno en el BCCR.
2/ Estimación.

No obstante, la mayor absorción monetaria por la vía de OMA no logró compensar las monetizaciones en exceso originadas en las operaciones cambiarias y el déficit del Banco Central, situación que quedó de manifiesto en desvíos importantes de los principales agregados monetarios con respecto a los niveles previstos.

Por su parte, en diciembre del 2005 el ahorro financiero interno, medido por el indicador de liquidez total del Sistema Bancario Nacional (M3) aumentó un 21,7% en relación con el año previo, lo que permitió mantener alta la razón del agregado con respecto al producto (en torno al 41%), relación que había experimentado un aumento importante en el 2004, a raíz del traslado de recursos de las carteras administradas (fondos de inversión y de pensión) hacia figuras bancarias.

El destino de ese ahorro financiero presentó un cambio importante en el 2005. En particular, el menor financiamiento al sector público por la vía de tenencia de títulos públicos, unido al incremento en la captación, llevaron a una mayor disponibilidad de recursos para ser canalizada hacia el sector privado y a la acumulación de activos externos netos.

Se estima que la relativa estabilidad en las tasas de interés activas en el 2005 (aumentaron 0,5 p.p., en promedio), así como estrategias agresivas para incentivar el crédito por parte de las entidades bancarias, constituyeron condiciones favorables para fomentar la demanda de crédito. Particularmente en el 2005 el crédito al sector privado mostró dos características: i) un creciente acceso al crédito por parte de los hogares, tanto para el consumo como para la vivienda y, ii) continuó la tendencia hacia la dolarización de la cartera (situación parcialmente explicada por el régimen cambiario imperante), a pesar de los esfuerzos realizados en la primera parte del año, particularmente por la banca estatal, para incentivar las operaciones denominadas en colones.

Resumiendo, el estudio de las variables macroeconómicas lleva a las siguientes conclusiones:

a) La evolución del gasto interno sugiere que la aceleración de los principales indicadores de precios no obedece a presiones de demanda interna sino a factores difíciles de controlar por medio de política monetaria. Como se comentó con anterioridad, el crecimiento estimado para el gasto en consumo final (2,7%) en el 2005 fue inferior en 0,3 p.p. al del año previo, reflejo de una menor tasa de crecimiento del consumo de los hogares y de un estancamiento del consumo del gobierno.

b) El desvío de la inflación con respecto al objetivo establecido en el Programa Monetario responde, en buena medida, al efecto directo de choques de oferta de origen externo. Sin embargo, a lo largo del 2005 la aceleración de la inflación adoptó un comportamiento más generalizado, reflejándose en bienes y servicios no afectados directamente por choques de oferta.

   Este último comportamiento podría estar asociado con factores de índole inercial, plasmados en contratos, salarios, ajustes de precios y tarifas de bienes y servicios regulados, así como el efecto que las variaciones en el tipo de cambio tienen sobre determinados bienes y servicios.

   Además, de acuerdo con la Encuesta Trimestral de Perspectivas Económicas que realiza el BCCR, las expectativas del público en materia de inflación para el cierre del 2005 fueron crecientes[26], por lo que se amplió la brecha entre estas expectativas y el objetivo inflacionario. Esta situación pudo haber incidido en el comportamiento de los precios, en la medida en que indujo a realizar ajustes en función de la inflación pasada o bien de las expectativas inflacionarias.

c) La dinámica de los agregados monetarios y crediticios, manifiesta en excesos de liquidez a lo largo del 2005, facilitó el financiamiento de una mayor propensión media a gastar. Esta situación podría explicar la persistencia de la inflación en un contexto de desaceleración de la demanda interna.

[26] En febrero del 2004 el público estimó que al cierre del 2005 la inflación medida por el IPC rondaría el 9,5%, sin embargo a lo largo del 2004 y del 2005 estas expectativas mostraron un comportamiento creciente hasta ubicarse en un 13,5% en la encuesta realizada en noviembre del 2005.

3. Programa Monetario para el bienio 2006 – 2007

De acuerdo con analistas internacionales, el entorno externo estaría caracterizado por un crecimiento económico de los socios comerciales similar al del 2005 y una menor tasa de inflación, pese a que no se esperan disminuciones en el precio del petróleo. En particular, el crecimiento económico de los socios comerciales de Costa Rica será desigual, pues mientras para Estados Unidos y América Latina se proyectan desaceleraciones moderadas, para los socios europeos estiman una mayor actividad económica (más detalle en recuadro 3).

Por su parte, en el campo interno, se estima que el déficit del SPGR se ubique en un nivel equivalente a 3,4% del producto, porcentaje superior al del 2005 (2,2%). Específicamente para el Gobierno Central, a pesar de que las autoridades fiscales indican que mantendrán una política fiscal austera, no ven factible alcanzar en el 2006 un resultado financiero similar al registrado un año atrás, pues consideran difícil intensificar la política restrictiva en materia de transferencias e inversión pública aplicada básicamente en los dos últimos años. Por su parte, las principales instituciones públicas tienen previsto un menor superávit, dada la magnitud de las inversiones programadas en equipo, maquinaria e infraestructura.

Partiendo del desempeño de la economía costarricense en el 2005, de las perspectivas para la economía mundial, y de un mayor déficit para el sector público en el 2006, el Banco Central de Costa Rica tiene claro y reafirma su compromiso con el objetivo de reducir el crecimiento de los precios internos, de manera que en el próximo bienio la tasa de inflación se ubique en torno al 10% y, más adelante, en el tanto se resuelvan las limitaciones actuales de la política monetaria (trinidad imposible, altos y persistentes déficit fiscales y pérdidas de la Institución), poder aspirar a una tasa de inflación que converja hacia la de nuestros principales socios comerciales.

Para ello el BCCR continuará con una política monetaria restrictiva, basada en operaciones de mercado abierto (OMA). Particularmente en la primera parte del 2006 tratará de neutralizar los excesos monetarios observados en el 2005, con el fin de evitar que éstos se concreten en presiones de demanda interna.

En procura de mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria[27] y la eficiencia de los instrumentos utilizados, el Banco Central introducirá cambios en la operativa de sus mecanismos de captación. Entre otros, estudia la posibilidad de modificar la operativa de la subasta de títulos y de introducir nuevos instrumentos de absorción monetaria; asimismo tratará de eliminar las barreras de entrada para la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria, a fin de que el inversionista los puedan adquirir de manera electrónica, mediante la apertura de una facilidad de "ventanilla electrónica de captación". La mayor parte de estos cambios están previstos para el primer semestre del 2006.

[27] La tasa de interés del Banco Central ha perdido su poder informativo, en el tanto la señal de política que procura enviar por medio de ella no se transmite de una manera eficiente y eficaz hacia el resto de tasas de interés del sistema financiero, reduciendo así su capacidad para incidir en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos. La tasa de interés es considerada uno de los mecanismos de transmisión más importantes mediante el cual la política monetaria puede afectar las variables del sector real de la economía.

Con la ventanilla electrónica la Autoridad Monetaria busca ofrecer directamente BEM al público, por medio de la plataforma tecnológica del Portal Financiero del Sistema Interbancario de Negociación y Pagos Electrónicos (SINPE), apoyado en la red pública Internet como canal de distribución. Con ello pondría a disposición de los agentes económicos un instrumento sustituto de los certificados de depósito a plazo que ofrecen los intermediarios financieros. Próximamente el Banco Central anunciará las características de esta nueva facilidad.

La Autoridad Monetaria espera que la puesta en práctica de este mecanismo mejore el canal de transmisión de la política monetaria por la vía de tasa de interés, promueva una mayor competencia por el ahorro en el mercado financiero costarricense e, incremente el rendimiento real que recibe el ahorrante por sus recursos.

En general, las mejoras que pretende introducir en sus mecanismos de captación, buscan incrementar la eficacia de la absorción monetaria, sin que el BCCR requiera aplicar aumentos importantes en las tasas de interés de sus instrumentos, que incentiven entradas no previstas de capital externo. Dado lo anterior, se espera que las acciones del Banco Central tengan mayor incidencia sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos, en detrimento del consumo presente y, en consecuencia tiendan a reducir las presiones inflacionarias en la economía.

En materia cambiaria, por el momento el Banco Central seguirá con el esquema de ajuste diario en el tipo de cambio del colón con respecto al dólar estadounidense (mini-devaluaciones). Con el propósito de lograr una mayor consistencia entre el objetivo de inflación y la política cambiaria, el tipo de cambio nominal será ajustado tomando en cuenta, fundamentalmente, no la inflación pasada, sino el objetivo de crecimiento de los precios internos planteado para los próximos 12 meses, y la inflación de nuestros principales socios comerciales proyectada para ese mismo periodo.

En razón de ello, el Banco Central convino en modificar la pauta diaria de ajuste del tipo de cambio, de forma tal que lleve a una variación anual del precio en colones del dólar estadounidense de 6,6% en el 2006. Dadas las perspectivas sobre el diferencial entre inflaciones internas y externas, y sobre el comportamiento del dólar estadounidense respecto a la canasta de monedas del resto de socios comerciales, se prevé que esta variación del tipo de cambio nominal mantenga la paridad del poder de compra del colón, por lo que esa menor pauta de devaluación no constituiría un desestímulo a las exportaciones ni tampoco generaría incentivos a las compras externas.

No obstante, en procura de incrementar la efectividad de la política monetaria, el Banco Central continúa profundizando en el estudio y eventual adopción de otro esquema cambiario, en procura de una transición ordenada hacia un sistema cambiario más flexible.

Cabe indicar que el Banco Central considera viable la desaceleración de la inflación doméstica en el próximo bienio por cuanto:

a) El deterioro previsto en los términos de intercambio en el 2006 será menor que el observado durante el 2005, de manera particular el precio del coctel de hidrocarburos se estima registre un crecimiento medio de 14,6%, en tanto en el 2005 aumentó en 40%.

b) Las expectativas inflacionarias según la Encuesta Trimestral de Perspectivas Económicas realizada por el BCCR en noviembre del 2005, apuntan a una desaceleración gradual de los precios internos. Mientras los encuestados consideraron que al cierre del 2005 el crecimiento de los precios internos podría rondar el 13,5%, para el 2007 estimaron una tasa en torno al 10,4%.

   Al respecto es necesario tener presente que las expectativas inflacionarias constituyen un elemento importante para la ejecución de la política monetaria, pues pueden afectar de manera sustancial la determinación de la tasa de inflación que finalmente se observe en la economía, independientemente del comportamiento que muestren los factores que inciden en la oferta y demanda de bienes y servicios.

c) El BCCR aplicará una política monetaria restrictiva, procurando neutralizar los excesos monetarios que surjan en el 2006, así como los observados el año previo.

d) En materia cambiaria aplicará una menor variación del tipo de cambio. Mientras en el 2005 el aumento en el tipo de cambio fue de 8,3%, para el 2006 se prevé un ajuste de 6,6%.

Dados los elementos antes mencionados, el BCCR espera lo siguiente:

a) Para el 2006 se estima que el PIB muestre una moderada desaceleración (0,5 p.p.) y crezca en un 3,6%. Este resultado reflejaría un mayor dinamismo de la Industria Electrónica de Alta Tecnología, compensado parcialmente por la desaceleración del resto de la economía que crecerá alrededor de un p.p. menos que en el 2005, en virtud de:

   i) La moderada desaceleración de la actividad económica estadounidense.
   ii) El efecto que sobre el ingreso nacional disponible real y el gasto interno tendrá un deterioro de 1,1% en los términos de intercambio, adicional al observado en los años anteriores[28].
   iii) Una política monetaria que de una u otra manera debe ser restrictiva. Ello afectará la disponibilidad de financiamiento local para el gasto interno, lo cual aunado al comportamiento del ingreso, llevará a una desaceleración adicional del consumo de los hogares (0,4 p.p) y, a un descenso de la formación bruta de capital total de 6,2%, sustentado éste último en una reducción de la acumulación de existencias.

b) Para el presente año se espera una leve reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (de 4,8% a 4,6% del PIB), sustentada en una caída del déficit comercial de 1,3 p.p. del producto, efecto que se uniría al

[28] Provocará que el ingreso se expanda solamente un 2,3% en términos reales durante el 2006.

mayor aporte neto de la cuenta de servicios (que en términos del PIB aumentaría en 0,2%)[29]. El efecto de ambas cuentas sería parcialmente compensado por un egreso neto de la renta de factores mayor al observado en el 2005 en 1,4 p.p. del PIB[30].

Para el 2007 se prevé un menor déficit en cuenta corriente (4,2% del PIB), en un contexto de un precio promedio de hidrocarburos en torno a $70 y, una evolución positiva de la cuenta de bienes y servicios. Este resultado se estima viable en un entorno de tasas de interés internacionales similares a las del 2006 y un menor dinamismo en la actividad económica de los principales socios comerciales. Los flujos netos de capital se estima serán inferiores, tanto para el sector público como para el sector privado (excluida la IED), lo que hace prever que el Banco Central mantendrá un nivel de RIN similar al del 2006.

A continuación se presentan las proyecciones de los principales resultados macroeconómicos para el próximo bienio.

Cuadro 5

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS

	2004	2005 PM revisado	2005 Prelim.	Programa Monetario 2006	Programa Monetario 2007
PIB					
Real	4.1%	3.5%	4.1%	3.6%	3.0%
Nominal	16.4%	14.7%	16.5%	14.4%	11.7%
Deflator implícito	11.8%	10.8%	11.9%	10.4%	8.5%
Inflación					
Medido con IPC (tasa anual dic-dic)	13.1%	12.7%	14.1%	11.0%	10.0%
Medido con ISI (tasa anual dic-dic)	11.0%	12.0%	14.7%	11.0%	10.0%
Balanza de Pagos					
Cuenta corriente (%PIB)	-4.3%	-4.7%	-4.8%	-4.6%	-4.2%
Cuenta comercial (%PIB)	-10.5%	-9.7%	-12.4%	-11.1%	-10.7%
Renta (%PIB)	-2.4%	-4.8%	-2.1%	-3.5%	-3.7%
Cambio RIN de BCCR	82	290	391	100	(0)
Cuenta de Capital y financiera (mill $)	878	1,204	1,341	1,077	930
Sector Público	84	(20)	(72)	21	(72)
Sector Privado	793	1,224	1,413	1,056	1,003
Del cual IED	617		653	664	686
Sector Monetario (variac. %)					
Agregados Monetarios					
Emisión	0.9%	12.8%	19.6%	12.1%	13.0%
Medio Circulante	0.5%	14.5%	20.2%	14.8%	11.7%
Liquidez total 1/	28.6%	7.7%	16.5%	13.2%	12.1%
Crédito sector privado 1/	11.9%	10.8%	22.6%	15.7%	15.2%
Sector Público Global Reducido (% PIB)					
Déficit combinado	3.6%	3.9%	2.2%	3.4%	
Gobierno	2.8%	2.8%	2.0%	2.5%	
Resto SPNF (superávit)	-0.4%	-0.4%	-1.2%	-0.4%	
BCCR	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%

1/ No contempla el efecto de la variación del tipo de cambio.

[29] El turismo receptivo se estima crecerá en torno al 8%.

[30] Principalmente refleja el efecto mayores utilidades, distribuidas y no distribuidas, por parte de empresas extranjeras radicadas en el país.

Factores de riesgo

Si bien una política monetaria restrictiva es un elemento indispensable en la lucha contra la inflación, no siempre resulta suficiente para lograr el resultado deseado a un costo socialmente aceptable. El BCCR identifica una serie de factores de riesgo, cuya ocurrencia o persistencia podría complicar el descenso de la inflación y, consecuentemente dar lugar a la aplicación de medidas correctivas en el campo monetario. Entre estos factores destacan:

a) Una apertura de la brecha entre las expectativas de inflación de los agentes económicos y el objetivo propuesto. Para alcanzar la meta propuesta, al menor costo posible, es necesario que esas expectativas converjan, cuanto antes posible, con el objetivo de inflación, y que esa convergencia se refleje en los diferentes contratos que se suscriban en la economía.

b) Los aumentos de precios y tarifas de bienes y servicios administrados por el sector público deben ser congruentes con el objetivo de inflación. Igual situación se requiere en materia de fijación salarial.

c) La economía podría enfrentar cambios importantes en las circunstancias, internas o externas, que conduzcan a una mayor volatilidad en el precio de los distintos bienes y servicios en el mercado local en el corto plazo. Ejemplos particulares son el comportamiento del precio internacional del barril de petróleo y, cambios abruptos en las condiciones climáticas que afecten el precio de los productos agrícolas.

El BCCR mantendrá una revisión permanente del presente programa a efectos de incorporar modificaciones significativas en cualquiera de los factores de riesgo antes apuntados. Además, modificará los elementos críticos del presente programa en respuesta a la definición del futuro de la reforma fiscal, de la capitalización del BCCR y de cualquier otro cambio político de importancia que ocurra en los próximos meses.

Cabe tener presente que, la aprobación de la Ley de Pacto Fiscal y Reforma Fiscal Estructural es un paso importante en la búsqueda de soluciones permanentes al desequilibrio de las finanzas públicas, así como de nuevas opciones de desarrollo económico, por medio de la mejora en la calidad del gasto, la reactivación económica, la eficiencia y fortalecimiento de la administración tributaria y de una mayor justicia y equidad tributaria

También la capitalización total del Banco Central es importante, por cuanto da mayores grados de libertad para aplicar los instrumentos de control necesarios para la corrección de los desequilibrios monetarios.

La conjunción de una reforma fiscal y de la capitalización del BCCR se espera genere beneficios de mediano plazo, en el tanto inflaciones bajas no solo tienen un efecto positivo sobre el crecimiento de la economía, sino también, al afectar las tasas de interés a la baja, tienen un impacto positivo sobre la carga financiera del Gobierno. En el mediano plazo, esa menor carga financiera posibilitaría hacer una mejor gestión del gasto público, y permitiría destinar una mayor proporción de recursos a la atención de gastos de tipo social e infraestructura.

Recuadro 3. Perspectivas para el bienio 2006-2007

a. De la economía mundial

Las perspectivas de la economía mundial para el 2006 y 2007 apuntan a un crecimiento anual de 4,3% y a una menor tasa de inflación, que tenderá a estabilizarse en torno a su tendencia de largo plazo. Ello determinado, en buena medida, por el descenso de los precios de productos básicos, excluido el petróleo. De manera más puntual:

Para Estados Unidos los organismos internacionales estiman una desaceleración en el ritmo de crecimiento económico, sustentada en políticas menos expansivas en materia monetaria y fiscal.

El repunte previsto para el crecimiento en Europa reflejará la desaparición del efecto negativo de la apreciación acumulada del euro frente al dólar estadounidense y al yen japonés, la disminución de los precios de bienes básicos, excluido el petróleo, y la buena dinámica del comercio exterior, factores que impulsarán la inversión y el gasto de los hogares a través del incremento en el ingreso disponible. No obstante, el desempeño económico dependerá de la evolución de los precios, pues un repunte en éstos obligaría a una política monetaria más restrictiva.

En el caso de Japón se espera un fortalecimiento de la demanda interna, que junto con políticas macroeconómicas de apoyo a la producción, logren que el crecimiento se mantenga en niveles cercanos a su tasa potencial. El resto de las economías de Asia Oriental y el Pacífico continuará creciendo a una tasa cercana al 7,0%, sustentado tanto en la demanda externa como interna. Es importante señalar que la flexibilización de la política cambiaria china se prevé tenga poca relevancia en la evolución de las variables reales de la región, pues las demás monedas se ajustarían de manera similar al yuan, sin afectar la competitividad intrarregional.

Para América Latina se proyecta una ligera desaceleración en el crecimiento económico, justificada en menores flujos de capitales y disminución de los precios de las materias primas. Si bien la región ha tenido avances importantes: redujo la relación deuda externa a PIB (13 p.p. entre el 2002 y el 2005), mejoró los balances fiscales y externos, y redujo la inflación, la dependencia del mercado internacional de materias primas y de los flujos comerciales es significativa, por lo que su desempeño depende, en buena medida, de la evolución de las economías desarrolladas. Estos resultados que en términos globales se traducen en una reducción en la prima de riesgo de la región, pueden no ser aplicados a Costa Rica en el tanto se continúe evidenciando rezagos de importancia en la gestión de reformas, como ha sido el caso del Plan Fiscal que lleva ya cerca de tres años en discusión.

Evolución del PIB e Inflación de los Principales Socios Comerciales de Costa Rica

	Crecimiento PIB				Inflación (IPC)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Estados Unidos	4.2	3.5	3.3	2.8	2.7	3.1	2.8	2.3
Socios Europeos	2.1	1.2	1.8	2.6	1.9	1.9	1.7	1.8
América	6.3	3.9	3.8	3.7	6.3	5.5	5.2	5.0
Japón	2.7	2.0	2.0	2.0	0.0	-0.4	-0.1	0.3
Total Socios	**3.9**	**2.9**	**3.0**	**3.0**	**3.6**	**3.5**	**3.0**	**2.9**
Total Mundial	**5.1**	**4.3**	**4.3**	**4.3**	**3.7**	**3.9**	**3.7**	**3.4**

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Bancos de Inversión.

La moderación en el ritmo de crecimiento mundial se estima reducirá la presión en los mercados de productos básicos distintos del petróleo. En el mercado petrolero se prevé que continúen las restricciones tanto en la producción como en el refinamiento, por lo que no se esperan reducciones en el precio.

Los principales riesgos que los analistas internacionales identifican para los próximos dos años son: i) la volatilidad de los precios del petróleo y las restricciones en la oferta mundial, que hacen el abastecimiento de este producto sumamente reactivo a factores geopolíticos, ii) el ajuste del déficit en la cuenta corriente y el incremento de la deuda de los Estados Unidos y, iii) el ritmo del posible ajuste a la baja en los altos precios de los bienes inmobiliarios en Europa y Estados Unidos, que podría tener importantes repercusiones en la demanda de los consumidores y en los balances de las empresas del sector financiero.

b. De la economía interna

- **Cuentas del sector externo**

En el 2006 la mejora en la cuenta comercial reflejará el efecto combinado de:

- El buen desempeño de productos como café y bienes no tradicionales (agropecuarios e industriales) y un crecimiento de las ventas externas de empresas amparadas a regímenes especiales de comercio exterior (cuya tasa de variación se estima en 18,2%).

- Un incremento en el precio medio del coctel de hidrocarburos, de $61,5 por barril en 2005 a $70,5 en 2006[31], que aumentará la factura petrolera en alrededor de $217 millones (1% del PIB), por lo que las importaciones de mercancías regulares (incluidos hidrocarburos) crecerán en un 10,2%. No obstante, se espera un menor dinamismo en las compras por parte de las empresas amparadas a regímenes especiales de comercio (12,8%), que llevaría a un crecimiento anual de las importaciones totales de 10,7%.

En lo que respecta a la cuenta financiera y de capitales, el flujo de recursos financieros desde el exterior se estima será suficiente para financiar el déficit en la cuenta corriente antes citado y, además permitir una acumulación de reservas internacionales en torno a $100 millones. A diferencia del 2005, en el 2006 el sector público contará con un ingreso neto de recursos externos por cerca de $20 millones en tanto que el sector privado, registrará un financiamiento de alrededor del 5% del PIB[32].

- **Cuentas fiscales**

El panorama del sector fiscal para el 2006 es incierto pues, por un lado no se vislumbran reformas estructurales de fondo en este campo en el corto plazo[33] y, por otro, en mayo del 2006 habrá cambio de administración, lo cual genera incertidumbre sobre las medidas que impulsará la nueva administración y el respaldo que obtendrá de la Asamblea Legislativa.

De acuerdo con información suministrada por el Ministerio de Hacienda, para el 2006 esperan un déficit de Gobierno Central equivalente a un 2,5% del PIB, 0,5 p.p. mayor al del 2005. A pesar de las intenciones de mantener una política fiscal restrictiva, consideran difícil lograr mejores resultados, debido a las necesidades urgentes de inversión en ciertas áreas como carreteras y, a los mandatos legales para que se giren recursos a las instituciones que atienden a grupos de interés social[34].

Por el lado de las instituciones, se prevé que el ICE efectúe inversiones de cierta magnitud durante el 2006 y, se espera un deterioro de su resultado financiero que lleve a un déficit de 0,1% del PIB.

En el caso de RECOPE, su resultado financiero dependerá de lo que ocurra con el precio del coctel de hidrocarburos, variable cuya evolución es de difícil pronóstico. Bajo el supuesto de que ese precio se ubique en torno a $70,5, se espera un déficit de 0,2% del PIB, mayor al del 2005[35].

En lo referente a la CCSS, las autoridades han indicado que dicha institución tiene programado para el 2006, realizar inversiones en maquinaria, equipo e infraestructura por montos significativos, entre otros el inicio de la construcción del nuevo hospital de Heredia, la farmacia del Hospital de Niños, y la remodelación de las salas de operación del hospital de Guápiles, por lo que se prevé un superávit de 0,6% del PIB, inferior al del 2005.

Por otra parte, la Autoridad Presupuestaria espera que las demás instituciones que conforman el resto del sector público no financiero, mantengan en el 2006 un comportamiento similar al del año previo, por lo cual se estima que generarán en el 2006 un superávit cercano a un 0,1% del PIB.

---

[31] Precio de importación de RECOPE ajustado por la variación del precio del crudo indicado en el World Economic Outlook.

[32] El flujo de recursos por Inversión Extranjera Directa será levemente superior al del año precedente, mientras que el resto de capital privado registrará un ingreso neto inferior.

[33] No se tiene claro el futuro del proyecto de ley Pacto Fiscal y Reforma Fiscal Estructural, en discusión en la Asamblea Legislativa.

[34] Recientemente la Sala Constitucional ordenó al Poder Ejecutivo y a la Asamblea Legislativa contemplar, para el ejercicio económico del 2006, una transferencia a favor del Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares por el equivalente a un 20% de la recaudación del impuesto general de ventas, monto que originalmente no se consideró en el presupuesto del Gobierno.

[35] Si bien los precios internos del combustible se ajustan ante variaciones en el precio internacional del coctel, la existencia de un desfase en dicho ajuste, por el procedimiento aplicado, podría llevar a un aumento en el déficit de RECOPE.