



**REVISIÓN DEL
PROGRAMA MACROECONÓMICO
2007-2008**

**BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
JULIO 2007**

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

MSC. Guillermo Zúñiga Chaves

Vicepresidente

MAE Jorge Alfaro Alfaro

Directores

Lic. Hilda Pepita Echandi Murillo

MEE José Eduardo Angulo Aguilar

Dr. Bernal Jiménez Chavarría

Lic. Rodrigo Oreamuno Blanco

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

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

CONTENIDO

1. Las acciones de política del Banco Central en el primer semestre del 2007, en el contexto de la transición gradual hacia Metas de Inflación	1
2. Tasas de interés, tipo de cambio y mercado monetario	4
3. Indicadores de la economía internacional	6
4. Operaciones con el resto del mundo	8
5. Desempeño financiero del sector público	9
6. Producción y demanda agregada	9
7. Inflación.....	12
8. Política monetaria y cambiaria en los siguientes meses.....	14
9. Balance de riesgos.....	15

REVISIÓN DEL PROGRAMA MACROECONÓMICO 2007-2008

1. Las acciones de política del Banco Central en el primer semestre del 2007, en el contexto de la transición gradual hacia Metas de Inflación

El 29 de enero del 2007, mediante artículo 3 del Acta de la Sesión 5314-2007, el Directorio del Banco Central de Costa Rica (BCCR) convino en aprobar el Programa Macroeconómico 2007-2008, en el cual planteó como objetivo procurar que la inflación interna se ubique alrededor del 8% en el 2007 y del 6% un año después. Además, hizo explícita la transición gradual de un régimen monetario basado en el control de cantidades, donde la variable operativa de la política del Banco era un agregado monetario, hacia otro en el que la definición de ésta se da en términos de una variable precio: la tasa de interés.

Este y otros cambios en el esquema de política del BCCR responden al convencimiento de que si bien la inflación en el largo plazo es un fenómeno monetario, existen elementos como el exceso de demanda agregada y las expectativas inflacionarias que, en el corto plazo, explican la dinámica en la tasa de crecimiento de los precios internos.

El replanteamiento de la política monetaria forma parte de la estrategia de migrar gradual y ordenadamente hacia un esquema de “Metas de Inflación”, en el entendido de que, como lo atestigua la experiencia internacional, ello permitiría converger en el mediano plazo y de manera sostenida, a inflaciones similares a las de nuestros principales socios comerciales.

Desde hace varios años el BCCR viene realizando esfuerzos para cumplir con las precondiciones técnicas, macroeconómicas e institucionales, que permitan la paulatina migración hacia ese esquema de Metas de Inflación¹, entre ellas:

- a) Existe un anuncio explícito sobre el objetivo inflacionario de la política monetaria.
- b) Ha desarrollado herramientas para la explicación analítica y para el pronóstico del fenómeno inflacionario, para lo cual ha fortalecido la modelación macroeconómica y el estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.
- c) Explica la racionalidad de sus acciones de política en documentos como el Programa Macroeconómico y el Informe de Inflación, con el propósito de incrementar la transparencia y la rendición de cuentas ante los agentes económicos. Estos documentos son de acceso irrestricto por parte del público.
- d) Las autoridades superiores han buscado un mayor contacto con los agentes económicos, por medio de conferencias de prensa, foros y en general, con la publicación de abundante información en el sitio WEB de la Institución.
- e) Ha tomado acciones concretas para reducir las principales fuentes estructurales de creación de liquidez de la economía costarricense:

¹ Para más detalle ver Informe de Inflación de julio del 2005.

-
- i) El 17 de octubre del 2006 el Banco, luego de una amplia campaña informativa que tomó más de 15 meses, abandonó el esquema cambiario de la paridad deslizante y adoptó un régimen de bandas cambiarias, como primera etapa hacia una mayor flexibilidad del mercado de cambios y en procura de independizar la política monetaria del compromiso cambiario.

Recientemente, en artículo 10 del Acta de la Sesión 5335-2007 del 4 de julio del 2007, el Directorio del Banco convino en ampliar la variación diaria permitida por concepto de operaciones cambiarias, desde un $\pm 1\%$ hasta un $\pm 2\%$ del patrimonio total de las entidades financieras². Esta medida procuró un accionar de las entidades más en línea con un esquema cambiario tendiente a dar mayor participación al mercado en la determinación del tipo de cambio, así como promover una mejor gestión de los riesgos derivados de la mayor variabilidad cambiaria.

- ii) El 25 de abril del presente año la Autoridad Monetaria finiquitó un acuerdo de capitalización parcial con el Ministerio de Hacienda, con el fin de completar el monto dispuesto en el artículo 175 bis de la Ley Orgánica del Banco Central. Esta medida fue posible por el buen desempeño financiero del sector público de los últimos cuatro años y, es consistente con la búsqueda de un proyecto de ley que permitiría compensar en los próximos años, al menos, el efecto inflacionario de las pérdidas de la Institución.

Es necesario señalar que el BCCR se encuentra en un proceso de transición gradual³ hacia Metas de Inflación que puede tomar varios semestres, por lo que en la actualidad los cambios operativos también se están gestando en forma paulatina. Esto último por cuanto aún no existen las condiciones para que la tasa de interés funcione de manera apropiada como variable operativa de política. En razón de ello el Banco Central todavía da seguimiento a los agregados monetarios, pero más con fines informativos que de meta intermedia.

El propósito es que cuando el nuevo esquema cambiario haya madurado y se hayan consolidado los cambios operativos y la forma en que el Banco Central interactúa con los mercados, la variable operativa estará dada en términos de la tasa de interés de corto plazo. Lo anterior significa que:

- a) Se deben abandonar los agregados monetarios como meta intermedia de la política monetaria.
- b) Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), en un sentido amplio, responderán a una estrategia de administración de los pasivos del Banco y se realizarán con el propósito de mantener una estructura de tasas de interés acorde con la Tasa de Política Monetaria (TPM) definida por la Junta Directiva⁴. Así, se espera que movimientos en esa tasa se trasladen al espectro de tasas de interés de la economía, influyan sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos y por ende, afecten el comportamiento de la demanda agregada. Esta TPM debe ser revisada periódicamente en función de la tasa de

² Entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras, así como otras empresas que negocian moneda extranjera como las Casas de Cambio.

³ Es gradual por cuanto requiere de mayor flexibilidad cambiaria (idealmente hasta lograr la flotación administrada). En la parte operativa precisa separar la gestión de deuda del Banco Central de la gestión de liquidez, de forma tal que el costo marginal de los fondos de la banca comercial en el mercado interbancario sea un valor en el vecindario de la tasa de política monetaria. Todo esto requiere de una revisión integral de los instrumentos de control monetario.

⁴ A partir de marzo del 2006 la TPM se definió como la tasa de interés de la facilidad de depósito a un día plazo.

interés real y del desvío que muestren las expectativas de inflación de los agentes económicos en relación con el objetivo inflacionario, es decir, la política tomará un carácter prospectivo.

También en los artículos 4 y 5 de la Sesión 5314-2007 del 29 de enero del 2007, la Junta Directiva acordó suprimir el deslizamiento cambiario en el piso de la banda y bajar en 325 puntos base la TPM, para ubicarla en 6,5% (en términos brutos). Estas medidas buscaron desincentivar los flujos de capital atraídos por rendimientos financieros de corto plazo y ajustar las tasas de interés de sus instrumentos de captación a las condiciones prevalecientes en el mercado. Estos acuerdos fueron tomados en una coyuntura de desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios y de las expectativas inflacionarias.

Desde finales de enero del 2007 el Banco Central ha mantenido esa tasa de corto plazo en 6,5%, lo cual ha sido consistente con la relativa estabilidad observada en el premio por ahorrar en moneda nacional en el corto plazo, la reducción en los márgenes de la deuda soberana en los mercados internacionales y, el interés de reforzar el mensaje hacia el medio financiero en el sentido de que el Banco Central no desea estimular el ingreso de capital de corto plazo.

En este entorno de política monetaria y cambiaria, la situación económica al I semestre del año mostró un balance positivo caracterizado por:

- a) Altas tasas de crecimiento económico, aunque con una tendencia a la desaceleración.
- b) Un mejor desempeño financiero del sector público, incluido el Banco Central.
- c) Un mayor déficit en la cuenta corriente, no obstante, dado el comportamiento superavitario del mercado de cambios, la economía dispuso de recursos suficientes para financiarlo e incrementar las reservas internacionales netas del BCCR.
- d) Una desaceleración en el crecimiento de los precios internos con respecto a lo observado en años previos.

El Índice Subyacente de Inflación (ISI), indicador que responde en mayor medida a las acciones de política, acumuló una inflación del 3,4% al primer semestre del año y se estima es viable alcanzar el objetivo planteado en el Programa Macroeconómico para el 2007 (8%). No obstante, el indicador general de inflación (IPC) aunque también acumuló una menor tasa en relación con igual período de años previos, su evolución futura está condicionada al comportamiento de factores sobre los cuales el Banco Central no tiene injerencia, como son los choques externos asociados al precio de materias primas importadas (combustibles y granos básicos), que podrían dificultar la consecución de la tasa de inflación planteada en el Programa Macroeconómico de enero del 2007. Además, indicadores de corto plazo señalan la posible existencia de excesos de demanda agregada que, conjuntamente con el comportamiento creciente de las expectativas de inflación, podrían dificultar el alcanzar la meta inflacionaria al cierre del año.

2. Tasas de interés, tipo de cambio y mercado monetario

Tasas de interés

Con el anuncio de la transición gradual de un esquema basado en agregados monetarios hacia otro de Metas de Inflación, el BCCR busca utilizar la tasa de interés de corto plazo con fines de política monetaria, de forma tal que, movimientos en esa tasa se trasladen hacia el espectro de tasas de interés de la economía e incidan sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos. Como se mencionó con anterioridad, en la definición de esta tasa intervienen la tasa de interés real así como las expectativas de inflación.

No obstante, el Banco Central reconoce que en ausencia de flexibilidad cambiaria y con apertura de la cuenta de capitales, movimientos en la tasa de interés también pueden afectar los flujos de capital, sobre todo de naturaleza especulativa. Ello introduce inconsistencias desde el punto de vista de la política monetaria, pues incrementos en la tasa de interés de corto plazo con fines monetarios pueden traducirse en ingresos no esperados de capital, con el consecuente efecto expansivo sobre los medios de pago⁵. Por otra parte, reducciones en la tasa de interés con el propósito de afectar los flujos de capital que responden a rendimientos financieros de corto plazo, pueden estimular el gasto interno y, en consecuencia, generar presiones sobre los precios internos o la posición externa del país.

A finales de enero del 2007, el Banco Central optó por bajar su tasa de interés de corto plazo con el fin de desincentivar la entrada de capital especulativo. Este ajuste se trasladó hacia el espectro de tasas para los instrumentos de captación del BCCR y se estima contribuyó en el comportamiento a la baja de las tasas de interés activas y pasivas de la banca comercial. En el primer semestre del 2007 las tasas de interés pasivas fueron negativas en términos reales y las tasas activas reflejaron la disponibilidad de fondos prestables por parte de estas entidades y, en esa medida, son un factor que podría explicar la orientación del crédito hacia el financiamiento del gasto privado.

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

Tipo de cambio

A lo largo de esta primera mitad del año el mercado global de cambios mostró un balance superavitario. En este contexto, las compras netas en el mercado mayorista en defensa del límite inferior de la banda alcanzaron EUA\$657 millones y propiciaron que el tipo de cambio del dólar permaneciera anclado en el piso de la banda predefinida al término de enero del 2007.

Como resultado de las operaciones reales y financieras transadas en el mercado de cambios, las Reservas Internacionales Netas del Banco Central (RIN) aumentaron en EUA\$620 millones en el semestre. El impacto monetario de esta compra de divisas fue esterilizado con la realización de OMA; no obstante, aún cuando bajó, todavía persiste el diferencial entre el costo medio de

⁵ En forma directa o bien por medio del déficit del Banco Central en caso de que éste opte por neutralizar el efecto expansivo de los ingresos de capital, mediante la colocación de obligaciones propias.

los pasivos y el rendimiento de los activos, por lo que operaciones de esta naturaleza tuvieron un efecto negativo sobre el resultado financiero de la Institución.

Precisamente durante el lapso en comentario el colón se devaluó un 0,3% con respecto al dólar estadounidense, al pasar de ₡517,1 por dólar en diciembre del 2006 a ₡518,7 por dólar en junio del 2007⁶. En términos reales, el índice de tipo de cambio multilateral reflejó una apreciación del colón de 2% durante los primeros cinco meses del año, debido a que la devaluación antes indicada unida a la apreciación de las monedas de los socios comerciales (0,56%) fue insuficiente para compensar el diferencial inflacionario (2,85%).

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

Liquidez y crédito

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

- a) La reducción generalizada en las tasas de interés pasivas, lo que disminuyó el costo de oportunidad de mantener activos financieros altamente líquidos.
- b) El mayor nivel de actividad económica, que incrementó la demanda de dinero por motivos transaccionales.
- c) La reducción relativa en el rendimiento de los activos financieros denominados en dólares, dada la estabilidad en el tipo de cambio nominal.

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

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

Por el lado de las fuentes de creación de liquidez por parte del Banco Central, como ha sido característico de los últimos años, destacó la activa participación de la Institución como comprador neto en el mercado de cambios y su déficit financiero. Al respecto es preciso señalar que estos efectos expansivos fueron esterilizados en buena medida con OMA y dentro de estas OMA fue visible el aumento en la preferencia por instrumentos de corto plazo, por lo

⁶ Promedio mensual del tipo de cambio compra-venta.

que parte de los recursos absorbidos mantienen el potencial de materializarse en presiones de gasto. Mientras en el 2006 la participación promedio de las Inversiones de Corto Plazo y los depósitos electrónicos a plazo dentro de las OMA fue de 15%, en el primer semestre del año subió a 21,3%.

De las contrapartidas del M3 destacó la expansión del crédito al sector privado, el cual mostró en junio del 2007 un incremento anual de 30%; este efecto fue parcialmente compensado por la disminución en el financiamiento concedido al sector público⁷, por lo que el crédito total del Sistema Bancario Nacional (SBN) creció alrededor de 18%.

En concordancia con los indicadores de actividad económica y del gasto interno, el crédito al sector privado repuntó para casi todos los destinos, pero fue especialmente importante el aporte del financiamiento para vivienda, consumo, servicios y comercio, rubros que explicaron el 70% de la variación anual⁸.

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

Si bien anteriormente se indicó que las pérdidas del BCCR (¢62.138 millones acumuladas a junio 2007) fueron creadoras de liquidez, es destacable la reducción de esta variable tanto en términos absolutos como relativos al PIB. En este comportamiento incidió, principalmente, el mayor ingreso medio por intereses sobre activos de reserva de la Institución⁹ y el menor costo medio de las obligaciones en colones.

Por último, cabe indicar que el grado de dolarización financiera continúa bajando. Mientras el componente en moneda extranjera del M3 representó casi un 50% en junio del 2006, un año después alcanzó el 47%. Esta situación también fue visible en el crédito al sector privado, relación que en igual período pasó del 55% a 52%. Lo anterior coincidió, en buena medida, con la modificación del régimen cambiario, por cuanto ahora se hace explícito que todos los agentes económicos (ahorrantes, usuarios del crédito, bancos, etc.) enfrentan un mayor riesgo cambiario.

3. Indicadores de la economía internacional

De la información proveniente de diferentes analistas internacionales¹⁰ se deriva la siguiente caracterización del entorno internacional:

- a) Una moderada desaceleración del crecimiento económico mundial, en particular de los Estados Unidos de América, afectado en buena medida por las correcciones que están

⁷ Comportamiento determinado por una menor tenencia de títulos públicos y el pago de las obligaciones del Gobierno con el BCCR originadas en la liquidación de la Corporación Costarricense de Desarrollo.

⁸ Información disponible a abril 2007.

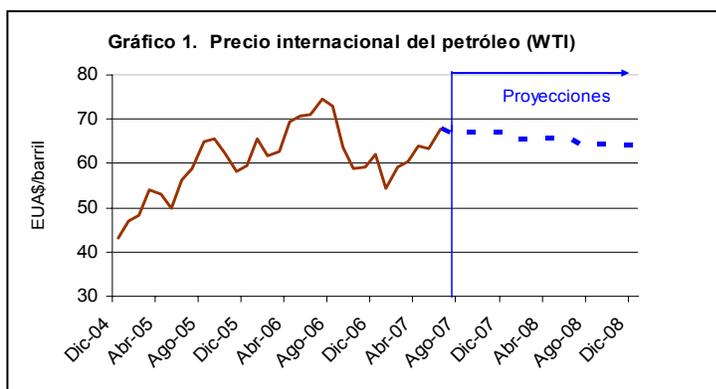
⁹ Producto tanto de un mayor rendimiento medio como de un mayor saldo.

¹⁰ Principalmente se consultó el World Economic Outlook del FMI (abril 2007), Consensus Forecasts (mayo 2007) y la Agencia Internacional de Energía.

ocurriendo en su mercado inmobiliario. En este último caso estiman un crecimiento real del producto de 2,4% en el 2007.

- b) El precio de los combustibles aumentó en el segundo trimestre del 2007, luego de las reducciones observadas particularmente a partir del último cuatrimestre del 2006. Las principales alzas en la cotización del crudo estuvieron afectadas, en buena medida, por: i) las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, entre otras ocasionadas por las sanciones económicas a Irán ante su negativa de suspender el programa nuclear; ii) restricciones de oferta, dado el anuncio de la Organización de Países Exportadores de Petróleo de reducir la producción en respuesta a bajas en este precio; y iii) los escasos inventarios de combustible en los Estados Unidos de América.

Las perspectivas señalan que no cabe esperar descensos sostenibles en este precio por cuanto no ha habido cambios drásticos en los determinantes de este mercado. Así, de acuerdo con información de la Agencia Internacional de Energía consultada el 6 de julio, 2007, el precio medio del barril de crudo (WTI) pasaría de EUA\$66 en el 2006 a EUA\$64,3 en el 2007 y a EUA\$64,8 un año después.



- c) Los incrementos en el precio internacional de otras materias primas como maíz, trigo, soya y arroz asociados a una mayor demanda mundial por estos bienes, en respuesta al aumento en la demanda mundial de fuentes de energía a partir de aceites vegetales¹¹. Para el 2007, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos estimó que se obtendrá una cosecha record de maíz debido a un incremento en el área sembrada, no obstante ésta será insuficiente para atender la mayor demanda por el producto. Las perspectivas sobre el precio de estos granos son al alza, lo que refleja la prevalencia de las presiones de demanda señaladas¹². El comportamiento del precio de los combustibles, en general, condicionará la evolución futura del componente de la inflación mundial asociado a estos costos.

¹¹ El comportamiento del precio del petróleo en los últimos años y la preocupación por temas ambientales ha incrementado el interés por el uso de biocombustibles (combustible derivado de algún recurso biológico renovable). Los biocombustibles más comunes son el etanol de maíz y de caña de azúcar y el biodiesel de soya.

Entre enero-mayo 2007 e igual lapso del 2006 la variación del precio en dólares en el mercado internacional del maíz, harina de soya, aceite de soya, arroz y trigo fue de 36%, 22%, 23%, 8% y 7%, en ese orden.

¹² Los mayores precios de maíz y soya han empujado al alza el precio de sustitutos parciales y es posible que introduzcan presiones alcistas sobre productos como la carne, lácteos y pollo, debido al mayor costo del alimento para animales.

4. Operaciones con el resto del mundo

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

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

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

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

Pese a que el déficit en cuenta corriente continuó alto, Costa Rica dispuso de mayores influjos netos de capital, sobretudo los orientados al sector privado mediante la modalidad de inversión extranjera directa empresarial e inversión inmobiliaria, lo cual no sólo posibilitó el financiamiento de esa brecha externa, sino también incrementó el nivel de RIN en poder del Banco Central en EUA\$620 millones. Así, al cierre del I semestre del 2007, el saldo de RIN ascendió a \$3.734 millones, lo que representó un 14,4% del PIB y el equivalente a 5,1 meses de importaciones regulares.

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

5. Desempeño financiero del sector público

De acuerdo con información preliminar base efectivo, en los primeros cinco meses del 2007 el Sector Público Global Reducido (SPGR)¹³ presentó un superávit en su resultado financiero, que como proporción del PIB alcanzó un 0,3% (fue nulo en igual lapso del 2006). Lo anterior está explicado por la mejora en las finanzas tanto del Gobierno Central como del BCCR, que permitió compensar el menor superávit del resto de las instituciones públicas.

El superávit financiero logrado por el Gobierno Central por segundo mes consecutivo reflejó medidas para controlar la evasión y mejorar la recaudación tributaria¹⁴, así como un menor gasto en intereses de la deuda pública, producto tanto del descenso en las tasas de interés locales como de los menores usos del endeudamiento por parte del Fisco¹⁵. Estos efectos fueron parcialmente compensados por el incremento en el gasto social para atender el aumento en las pensiones del régimen no contributivo de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS), el financiamiento de becas para estudiantes de menores ingresos y las transferencias al Consejo Nacional de Vialidad (CONAVI).

El resto del sector público no financiero reducido generó durante el período en comentario un menor superávit financiero que el mostrado doce meses atrás (0,7% y 0,9% respecto al PIB en el 2007 y el 2006, respectivamente). Según la información disponible, este resultado reflejó el comportamiento de todas las instituciones de la muestra, especialmente de RECOPE y la CCSS. En el primer caso, el déficit se presentó en el segundo trimestre resultado del aumento en el precio promedio del cóctel de hidrocarburos que importa RECOPE¹⁶ y de la resolución de la Sala Constitucional de suspender los aumentos automáticos, lo que pospuso los ajustes en el precio de venta de los combustibles. Por su parte, el resultado financiero de la CCSS puso de manifiesto una mayor compra de materiales y suministros.

6. Producción y demanda agregada

La producción medida por la tendencia ciclo del Indicador Mensual de la Actividad Económica mostró una variación media anual de 6,8% en los primeros cinco meses del 2007, respecto a igual lapso del año precedente, tasa que ha venido desacelerándose desde mediados del 2006, pero que aún es alta si se le compara con el crecimiento potencial, estimado en 4,5%. En este período las industrias que más aportaron al crecimiento económico fueron la manufacturera, transportes, almacenamiento y comunicaciones, agropecuaria, construcción (principalmente por el impulso de las nuevas edificaciones privadas), intermediación financiera y comercio, que en conjunto explicaron cerca del 90% de ese crecimiento.

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

¹³ Incluye a BCCR y al Sector Público no Financiero Reducido (SPNFR), compuesto por el Gobierno Central y una muestra de 6 instituciones del sector público (CCSS, RECOPE, CNP, ICAA, ICE y JPSSJ).

¹⁴ Dado el funcionamiento del sistema informático Tecnología de Información para el Control Aduanero (TICA), la mayor supervisión sobre establecimientos comerciales, así como mejores mecanismos de recopilación de datos sobre transacciones en las que media el uso de tarjetas de crédito o débito.

¹⁵ Además, en este período hizo uso de parte de los recursos mantenidos en el Banco Central.

¹⁶ Mientras en el primer trimestre el precio promedio del cóctel fue \$63,43 por barril, en el bimestre abril-mayo el promedio fue de \$76,45 por barril.

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

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

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

- a) La demanda externa por bienes y servicios locales se prevé muestre al cierre del año un crecimiento anual del 9% (en términos reales), tasa que aún cuando es alta denota una desaceleración en relación con lo observado en los últimos cuatro años¹⁷. Este comportamiento reflejaría un crecimiento moderado en servicios, especialmente turísticos, así como una ligera baja en la tasa de crecimiento en las ventas de bienes al exterior. En cuanto al precio de los exportables, se espera una mejora cercana a un punto porcentual, asociada principalmente a los productos de las empresas amparadas a regímenes especiales de comercio, bienes agrícolas no tradicionales y café.
- b) El consumo del sector privado se estima aumente a un ritmo de 6% en el 2007, el más alto en la última década y que afianza el dinamismo de esta variable iniciado en el 2006. Entre los indicadores de corto plazo que evidencian el comportamiento del gasto privado en consumo destacan: i) las importaciones de bienes de consumo, que expresados en dólares durante los primeros cinco meses del año aumentaron un 27% en relación con igual período del 2006; ii) la actividad comercial se expandió a un ritmo medio anual del 5% en lo que va del año, una de las tasas más altas de la presente década; iii) el mayor financiamiento concedido por el SBN al consumo y al comercio (en este último caso, es de prever que por esta vía también se faciliten las posibilidades de consumo de los hogares).

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

- i) Cifras de la CCSS para los primeros cinco meses del año señalaron un incremento de 9,3% en el ingreso real por salarios (respecto a igual lapso en el 2006)¹⁸. Ello como resultado de una mejora en términos reales del salario por persona (subió en 1,6%) y de un aumento medio de 7,6% en la población asegurada.
- ii) La Encuesta de Confianza del Consumidor reflejó una relativa fortaleza en relación con las condiciones económicas actuales, pero un deterioro respecto a las condiciones futuras.

¹⁷ Durante el período 2003-2006 la tasa media anual de crecimiento se ubicó en 10,7%, siendo el valor más alto en el 2005 (12,7%)

¹⁸ En igual período de comparación del 2005 y 2006, el ingreso real por salario aumentó en 2% y 7,1%, en ese orden.

-
- iii) Aunque a priori resulta difícil determinar el efecto de las tasas de interés sobre el consumo privado¹⁹, se estima que en el sector deudor la reducción en las tasas de interés, tanto nominales como en términos reales, generó un mayor ingreso disponible (una vez descontados los gastos financieros), lo que estimularía el consumo de las familias por una parte y por otra, aumentaría la capacidad de endeudamiento, que a su vez refuerza el gasto; esto es consistente con el crecimiento del crédito al sector privado, en especial el destinado al comercio y al consumo.
- c) La formación bruta de capital fijo refleja un notorio dinamismo, explicado por:
- i) La inversión en nuevas construcciones, principalmente obras civiles del sector privado, actividad que ha contado con financiamiento del sector bancario y se estima que también de recursos provenientes del sector externo.
 - ii) El incremento de 23% en la adquisición de bienes de capital de origen importado (expresada en dólares estadounidenses); resalta en estas compras las de maquinaria y equipo para la industria manufacturera, la construcción y el transporte dentro del régimen regular, pues este tipo de importaciones por parte de los regímenes especiales de comercio se redujo.

Lo anterior va en línea con una mejora en la percepción empresarial²⁰, la dinámica antes comentada del consumo de los hogares, así como las bajas e incluso negativas tasas de interés reales, que estarían impulsando la inversión en capital fijo. Es posible que este último factor también haya incidido sobre la evolución de los inventarios, pues dado el comportamiento del consumo privado y las expectativas de inflación, para el empresario puede ser más rentable colocar los recursos disponibles en activos reales en vez de activos financieros. Por tanto, en la coyuntura actual una situación como la descrita estaría abriendo un nuevo canal para incrementar el gasto interno.

Por último, para el 2007 se tiene previsto un crecimiento de las compras externas de 3,5% en términos reales (9% expresado en dólares estadounidenses corrientes), aproximadamente cinco p.p. menos que lo observado un año atrás. Este comportamiento estaría influido por el descenso en la compra de insumos por parte de los regímenes especiales de comercio, en línea con lo acontecido en los primeros cinco meses del presente año²¹, toda vez que las importaciones regulares reflejarían la dinámica del consumo privado y la formación bruta de capital fijo, antes comentada.

¹⁹ El efecto sobre los hogares es opuesto si éstos son receptores o pagadores netos.

²⁰ De acuerdo con el índice empresarial de percepción de la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones de la Empresa Privada, que refleja la opinión de los empresarios sobre la situación de su empresa en el trimestre concluido más reciente (para estos efectos al I trimestre del 2007) y en el siguiente período (II trimestre del 2007).

²¹ Las importaciones de bienes aumentaron 9,0% en los primeros cinco meses del 2007 respecto a similar período del 2006, pero al desagregar los diferentes regímenes de comercio la evolución fue opuesta. La compra de materias primas y bienes de capital por parte de los regímenes especiales bajaron, mientras que las realizadas dentro del régimen regular aumentaron en 20%. En este último rubro destacan las compras de materias primas (principalmente para la manufactura y construcción), bienes de consumo final y bienes de capital.

7. Inflación

El Programa Macroeconómico para el 2007 planteó como objetivo una inflación de 8% al término del 2007, medida tanto por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) como del Índice Subyacente de Inflación (ISI), lo cual implicaba bajar el ritmo inflacionario con respecto a diciembre del 2006 en 1,4 p.p. y 2,6 p.p., en ese orden.

Cuadro 1. Indicadores de inflación doméstica

	Variación interanual		Variación acumulada	
	Dic-06	Jun-07	Jun-07	Var. Acum. junio 07 anualizada
IPC	9,4	8,8	4,7	9,5
Transables			3,7	7,5
No transables			5,3	10,9
ISI	10,6	8,8	3,4	6,9
Transables			1,5	3,0
No transables			5,1	10,4
Resto IPC	7,2	8,8	7,2	14,9
Combustible	13,2	10,6	14,5	31,1
IPC sin combustible			4,1	8,3

Al cierre del primer semestre del 2007 el IPC mostró un crecimiento acumulado de 4,7%, menor al observado en igual período de años previos. En este resultado se conjugaron varios efectos:

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

De excluir el componente "combustibles" del IPC, el crecimiento acumulado de este indicador hubiera sido de 4,1%, lo que en términos anualizados representa un 8,3%.

- b) El ajuste en el precio de los bienes y servicios regulados. La variación acumulada de este componente del IPC al primer semestre del año fue de 6,7%.
- c) La menor devaluación nominal del colón, contribuyó a disminuir el impacto de los choques externos. El índice de precios de los bienes y servicios transables creció en forma acumulada en un 3,7% durante el semestre, lo cual en términos anualizados es un 7,5%.
- d) Finalmente, no es descartable el hecho de que existan presiones de demanda manifiestas en el componente no transable, sobre todo que estudios realizados a lo interno del Banco Central sugieren que la demanda agregada se encuentra en un nivel superior al producto potencial y, además crece a una tasa superior a la de este indicador.

En razón de lo anterior, el IPC en sus diferentes componentes da señales encontradas en relación con alcanzar el objetivo de inflación planteado a inicios del presente año, por cuanto:

-
- a) Las tasas de variación interanual a junio del 2007 de los distintos indicadores mostraron una clara desaceleración este año, pero se ubicaron alrededor del 9%, todavía por encima del 8%, objetivo inflacionario planteado en términos de la variación anual de diciembre del 2007.
- b) La inflación acumulada a junio del 2007 en términos anualizados señala que:
- i) El ISI, indicador que representa la tendencia de crecimiento de los precios aislando los componentes más volátiles del índice general, acumuló un incremento de 3,4%, el más bajo observado desde 1996. En términos anuales el crecimiento de este indicador se ubicaría por debajo del 7%, un punto porcentual inferior a la meta.
 - ii) El componente no subyacente de la inflación, cuya participación en la ponderación del IPC es del 34%, acumuló un crecimiento del 7,2% en el semestre, con lo cual su variación anualizada rondaría el 14,9%.
 - iii) El índice de precios de bienes y servicios transables, que comprende aquellos afectados en forma directa por los precios internacionales y por el tipo de cambio, acumuló a junio un crecimiento de 3,7% (6,3% un año atrás), pues el alza ya comentada en el precio del crudo y granos básicos no fue reforzada por el comportamiento del precio de la divisa, como ocurría con los incrementos del tipo de cambio nominal en el pasado reciente. En términos anuales dicha tasa es de 7,5%.
 - iv) Por su parte, la variación acumulada en el precio de los bienes y servicios no transables, cuya determinación está vinculada a factores de demanda interna, fue mayor que en el año previo (5,3% y 4,8%, respectivamente), lo cual sugiere algún tipo de presión por el lado de la demanda. En términos anuales este componente del IPC estaría creciendo en torno al 10,9%. Esta situación también queda de manifiesto en la parte no transable del ISI, que de manera acumulada creció un 5% en el primer semestre.

Así, pareciera que aquellos bienes y servicios que podrían responder en mayor medida a la demanda interna muestran resistencia a bajar por debajo del 10%, en tanto que, los que están ligados al tipo de cambio si denotan el efecto del menor ajuste cambiario.

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

En conclusión, al tomar como referencia el ISI, indicador que responde en mayor medida a las acciones de política, se estima posible alcanzar el objetivo planteado en el Programa Macroeconómico a inicios de año (8%); sin embargo, alcanzar la meta de inflación con base en el IPC estará condicionada a la evolución de factores sobre los cuales el Banco Central no tiene injerencia, como el comportamiento del precio internacional de petróleo y granos básicos.

8. Política monetaria y cambiaria en los siguientes meses

A finales de enero del 2007 el Banco Central en su Programa Macroeconómico planteó como meta procurar una inflación del 8% al término del 2007 y de 6% un año después, al tiempo que disminuyó la TPM en 325 puntos base y suprimió el deslizamiento en el piso de la banda cambiaria, con el fin de reducir los movimientos de capital inducidos por expectativas de altos rendimientos en el muy corto plazo. Consecuentemente, luego de dichas medidas la gama de tasas de interés de los diferentes instrumentos de ahorro financiero y crédito se han ajustado a dicha reducción en la TPM.

En este contexto de política, los resultados macroeconómicos en el primer semestre del 2007 mostraron un balance positivo, toda vez que la inflación bajó y se mantuvo el dinamismo de la actividad económica, el sector público presentó un mejor desempeño financiero y, aún cuando las operaciones reales con no residentes llevaron a una mayor brecha, se contó con recursos externos para financiarla y acumular reservas internacionales.

A su vez las perspectivas macroeconómicas sugieren que durante el segundo semestre se mantendrán las tendencias de robusto crecimiento real (6,3% en el 2007), un déficit en cuenta corriente en torno al 5,2% del PIB, menores entradas de capital en busca de altos rendimientos financieros de corto plazo con respecto a lo ocurrido en la primera parte del año y un buen desempeño financiero por parte del sector público.

A pesar de los signos positivos el Banco Central también observa las siguientes señales de alerta:

- a) Las expectativas de inflación han estado por encima de esa meta y muestran durante el semestre una tendencia al alza
- b) Existen indicadores que apuntan a excesos de demanda, específicamente en el sector privado, y con ello la incubación de posibles presiones inflacionarias que incidirían, sobre todo, en el componente no transable de la economía.
- c) Existe una concentración de recursos bancarios en activos financieros de alta liquidez, fondos que podrían canalizarse al financiamiento del gasto interno.

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

En materia cambiaria, existe interés explícito en que el esquema de bandas cambiarias se consolide en la segunda parte del año, pues éste es un paso previo y ordenado hacia un régimen de flotación administrada²², que otorgaría mayor autonomía a la Institución para ejecutar su política monetaria.

²² Mecanismo en el que el tipo de cambio es determinado por el mercado, aún cuando las autoridades cambiarias intervienen de manera discrecional y esporádica para moderar fluctuaciones no deseadas en el precio de la divisa.

En el campo monetario, continuará con los esfuerzos dirigidos a mejorar la efectividad de sus instrumentos de control monetario. Como se ha hecho hasta ahora, introducirá los cambios necesarios en sus mecanismos de captación y, procurará el traslado de recursos absorbidos con instrumentos de muy corto plazo hacia otros a plazos mayores, buscando con ello mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés. En cuanto al encaje mínimo legal, mantendrá el porcentaje de reserva en un 15%, tanto para obligaciones en moneda nacional como extranjera.

No obstante, el Banco Central tomará las acciones de política monetaria y cambiaria que considere necesarias ante cambios drásticos en la coyuntura macroeconómica, con el fin de procurar que la inflación doméstica se ubique en torno a las tasas definidas en el Programa Macroeconómico.

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

Cuadro 2. Proyecciones macroeconómicas

	2006	Programa 2007		2008
		Original	Revisión	
PIB				
Real	8,2%	5,0%	6,3%	4,4%
Nominal	19,1%	15,7%	17,8%	10,7%
Deflator implícito	10,1%	10,2%	10,8%	6,0%
Inflación (meta)				
Medido con IPC (tasa anual dic-dic)	9,4%	8,0%	8,0%	6,0%
Medido con ISI (tasa anual dic-dic)	10,6%	8,0%	8,0%	6,0%
Balanza de Pagos				
Cuenta corriente (%PIB)	-5,0%	-5,0%	-5,2%	-5,2%
Cuenta comercial (%PIB)	-15,0%	-12,0%	-12,6%	-11,9%
Cuenta de Capital y financiera (mill \$)	2.152	1.694	2.346	1.826
Sector Público	(77)	236	(41)	(109)
Sector Privado	2.228	1.458	2.387	1.935
Del cual IED (términos brutos)	1.469	1.170	1.657	1.218
Sector Monetario (variac. %)				
Liquidez total ^{1/}	19,3%	13,8%	17,2%	16,6%
Crédito sector privado ^{1/}	25,1%	17,6%	22,8%	19,9%
Sector Público Global Reducido (% PIB)				
Déficit combinado	0,4%	2,3%	1,2%	
Gobierno	1,1%	2,3%	1,3%	
Resto SPNF (superávit)	-1,8%	-1,0%	-1,0%	
BCCR	1,2%	1,0%	0,9%	0,5%

1/ Excluye el efecto cambiario.

9. Balance de riesgos

Las proyecciones macroeconómicas antes dadas fueron elaboradas con base en elementos que se consideraron más probables; sin embargo, existe una serie de eventos que son fuente de incertidumbre y cuya ocurrencia podría afectar el cumplimiento de la meta inflacionaria planteada en el presente ejercicio, así como las políticas monetaria y cambiaria vigentes. Entre ellos destacan:

- a) *La evolución del precio internacional de insumos básicos, como el petróleo y granos básicos.* En el caso del petróleo, cuyo incremento se debe, en la actualidad, a riesgos geopolíticos y a una mayor demanda mundial, es un factor totalmente fuera del ámbito de influencia del BCCR y existe el riesgo de que los incrementos observados en el segundo trimestre se propaguen al resto de la economía, en los denominados efectos indirectos o de segundo orden.
- b) *Los flujos de capital externo, manifiestos en las negociaciones en el mercado privado de cambios, hasta la fecha han sido mayores a lo previsto, por lo que de continuar este comportamiento, podrían constituir una fuente de presión para el gasto interno, en el tanto el Banco Central no compense el efecto monetario asociado a estas operaciones.* No obstante, la Institución es consciente de que parte de estos recursos podría provenir de un cambio en la composición por moneda de la riqueza financiera de los residentes, en cuyo caso no se estaría en presencia de elementos inflacionarios.
- c) *Alta disponibilidad de fondos prestables por parte de la banca comercial, que podría materializarse en presiones de demanda (por el lado del consumo y la inversión del sector privado) y por tanto en mayores presiones inflacionarias.*
- d) *Incrementos en el déficit del sector público por encima de lo previsto.* La disciplina fiscal ha sido un factor que ha apoyado la reducción de la inflación en los últimos años, pues contribuyó a reducir las presiones de demanda en la economía. En consecuencia, incrementos en esta variable más allá de lo considerado en las proyecciones podrían traducirse en presiones de demanda y dificultar la consecución de la meta inflacionaria.
- e) *La ausencia de una ley que permita la capitalización parcial del BCCR a partir del 2008, que busque compensar al menos el efecto inflacionario de las pérdidas de la Institución.* Dicha situación reduciría las posibilidades de alcanzar la meta de inflación en el 2008 y la convergencia hacia las inflaciones de los socios comerciales en el mediano plazo.

