REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2008-09

Aprobado según lo resuelto por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en la sesión 5387-2008, artículo 17

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
JULIO 2008

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

MSc. Guillermo Zúñiga Chaves

Vicepresidente

MAE Jorge Alfaro Alfaro

Directores

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 por parte de los agentes económicos.

CONTENIDO

1. Acciones de política del Banco Central de Costa Rica en el primer semestre de 2008 1
2. Evolución reciente de la inflación 4
3. La política monetaria y cambiaria en los próximos dieciocho meses 11
4. Balance de riesgos 16

30 de julio de 2008
DAE-134-08

REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2008-09

1. Acciones de política del Banco Central de Costa Rica en el primer semestre de 2008[1]

En el primer semestre de 2008 las acciones de política del Banco Central de Costa Rica (BCCR) continuaron orientadas a reunir los requisitos para adoptar un esquema monetario de Metas de Inflación, y específicamente, a avanzar hacia un régimen cambiario de flotación administrada, a mejorar la gestión de los pasivos de la Institución y a crear las condiciones necesarias para utilizar la tasa de interés como instrumento de política monetaria.

Estas medidas forman parte de la estrategia de mediano plazo que busca la convergencia de la inflación interna hacia las tasas que muestran nuestros principales socios comerciales, cuyos propósitos para el bienio 2008-09 quedaron plasmados en el Programa Macroeconómico aprobado por la Junta Directiva en artículo 9 del acta de la sesión 5364-2008 del 30 de enero del presente año. En este Programa se estableció como objetivo que la inflación, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicaría en el 2008 en un 8% y en el 2009 en un 6%, con una tolerancia en ambos casos de un punto porcentual (p.p.) hacia arriba y hacia abajo respecto de esos valores.

Al igual que lo ocurrido a lo largo de 2007, en el primer trimestre del año, la situación superavitaria del mercado cambiario fue una constante que llevó a que el tipo de cambio en el mercado mayorista (MONEX) se ubicara en el límite inferior de la banda. En defensa de ese límite el BCCR realizó una permanente intervención en este mercado como comprador neto de divisas, con el consecuente efecto monetario expansivo. No obstante, el Banco Central procuró neutralizar ese efecto con el uso de operaciones de mercado abierto[2], y evitar así que esa creación de liquidez se tradujera en mayores presiones sobre los precios internos o la posición externa del país.

Este comportamiento del tipo de cambio unido a expectativas de apreciación del colón y a la reducción en las tasas de interés externas, ampliaron el incentivo para procesos de arbitraje entre monedas, que provocaban ingresos de capitales con su consecuente efecto sobre la expansión de la liquidez en moneda nacional. En este contexto y en procura de evitar ingresos no deseados de capital, a finales de enero el Banco Central redujo en 275 puntos base (p.b.) la tasa de interés bruta para las operaciones pasivas a un día plazo (de 6,00% a 3,25%) y las tasas de interés brutas para los depósitos en Central Directo.

En el segundo trimestre del año, el mercado cambiario dejó de mostrar excesos de oferta de divisas y reflejó el efecto de factores reales, financieros y de una modificación en las expectativas cambiarias.

Por un lado, el menor dinamismo de la demanda externa incidió en la oferta de divisas, al tiempo que la economía presentó un mayor requerimiento de moneda extranjera para atender el pago de importaciones, en buena medida producto del alza en el precio internacional del petróleo y los granos básicos.

---

[1] La presente revisión del Programa Macroeconómico incorpora, además de las medidas adoptadas durante el primer semestre de 2008, las decisiones de política monetaria y cambiaria tomadas por el Directorio en los primeros dieciséis días de julio de 2008.

[2] En marzo de 2008 el saldo de estas operaciones registró un aumento de 38% con respecto al observado al finalizar el año previo (23% en igual período de comparación de 2007). Esta absorción se realizó principalmente con depósitos electrónicos a plazo.

Por otra parte, ese deterioro en la posición externa del país incidió en las expectativas sobre la evolución del precio de la moneda extranjera, cuyo comportamiento unido a la relativa estabilidad de las tasas de interés en el mercado internacional, generó un menor incentivo al arbitraje entre monedas.

Las presiones al alza en el precio del dólar estadounidense se manifestaron tanto en las ventanillas de los intermediarios cambiarios como en el MONEX. Sin embargo, fue hasta en los primeros días de mayo cuando ese comportamiento se hizo presente con incrementos sostenidos en el tipo de cambio.

Con el fin de contener las presiones excesivas sobre el tipo de cambio el BCCR decidió utilizar una parte de los excedentes de reservas monetarias internacionales acumuladas en los meses previos para satisfacer la cantidad demandada por el mercado. En mayo y junio la intervención fue de EUA$663 millones[3]; la medida, además de estabilizar el tipo de cambio, tuvo un efecto monetario contractivo que contribuyó en la tarea del control monetario.

La dinámica del mercado cambiario provocó que el tipo de cambio se "despegara" del límite inferior de la banda cambiaria, situación que abrió espacios al Banco Central para iniciar las acciones de política monetaria y utilizar la tasa de interés como su principal instrumento. Con ello busca que las variaciones en la tasa de interés de referencia se transmitan con mayor efectividad a la curva de rendimientos del sistema financiero y puedan incidir en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos.

Particularmente desde finales de mayo el Banco Central tomó varias medidas en materia de tasas de interés.

i. El 29 de mayo de 2008 modificó la definición de la Tasa de Interés de Política Monetaria (TPM), para que esa función fuera asumida por la tasa de interés que cobra el Banco en sus operaciones activas (préstamos) a un día plazo en el Mercado Interbancario de Dinero. En el tanto se logren reducir los excesos de liquidez presentes en la economía, los intermediarios financieros podrían requerir de facilidades de crédito por parte del BCCR, por lo que la TPM viene a constituir el costo marginal de los fondos, y se espera facilite el proceso de transmisión de la política monetaria. En esta ocasión la TPM fue establecida en 7%[4].

ii. También a partir de esa fecha incrementó en 100 p.b. la tasa de interés bruta de los Depósitos Electrónicos a Plazo en Central Directo (DEP) y de los depósitos a un día plazo (DON), para inducir un desplazamiento de la curva de rendimientos de sus instrumentos e incentivar el traslado gradual de recursos mantenidos en operaciones de muy corto plazo hacia opciones de mayor plazo.

iii. El 18 de junio y el 9 de julio el BCCR modificó la TPM, 100 p.b. en cada ocasión, para ubicarla a partir del 10 de julio en un 9%.

[3] Cubrió el requerimiento del Sector Público no Bancario por EUA$416 millones e inyectó discrecionalmente EUA$247 millones en el MONEX para evitar cambios abruptos en el tipo de cambio.

[4] Anteriormente la TPM era la tasa para depósitos a un día plazo. La tasa para operaciones activas se definía como la TPM más 3 p.p., por lo que previo a la medida la tasa para estas operaciones era de 5,99%.

Luego de algunas semanas de estabilidad cambiaria, a inicios de julio el mercado mostró nuevamente presiones al alza, manifiestas en incrementos súbitos que llevaron las cotizaciones del dólar estadounidense a niveles 6,4% superiores en tan solo seis días hábiles[5].

El Banco Central reconoció que si bien continuaban las presiones alcistas en el tipo de cambio motivadas por el deterioro de algunos de los fundamentales de este macroprecio, en ese momento las expectativas de una mayor devaluación unidas a la inyección de liquidez por vencimientos de operaciones de mercado abierto, podrían estar exacerbando ese comportamiento. Además, consideró que los parámetros de la banda cambiaria vigentes permitían una variabilidad mayor a la esperada en el tipo de cambio, por lo que decidió modificar los parámetros de su banda cambiaria.

Es así como a partir del 16 de julio estableció el tipo de cambio de intervención de compra en ¢500 por dólar estadounidense y el precio de intervención de venta en ¢555,37. Definió que el primero de estos precios de intervención se mantendría constante, en tanto que el de venta se incrementaría en ¢0,06 cada día hábil. Luego de la medida el tipo de cambio se ha ubicado alrededor del nuevo límite superior de la banda.

Adicionalmente en el período en estudio, en línea con las medidas aplicadas en el proceso de transición hacia un esquema de Metas de Inflación, el Directorio tomó otras acciones, entre ellas:

i. Aprobó una modificación al Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios, con el fin de ampliar el número de posibles participantes y de productos ofrecidos[6].

ii. Amplió la variación diaria permitida en la posición propia en divisas que deben mantener los intermediarios cambiarios, de un ±3% a un ±4% de su patrimonio total expresado en dólares[7]. Con esta medida, los intermediarios tienen mayor flexibilidad para participar en el mercado de divisas y realizar una mejor gestión del riesgo cambiario al poder acumular o desacumular una mayor cantidad de divisas, en forma consistente con el objetivo de reducir la participación del BCCR en este mercado y otorgar más grados de libertad a la política monetaria.

iii. Envió en consulta al medio financiero y bursátil una modificación al Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado, que permitiría a los puestos de bolsa realizar operaciones cambiarias por cuenta y riesgo propios, además de actuar por cuenta de terceros. Esto contribuiría a promover la competencia en el mercado cambiario.

iv. En procura de mejorar la gestión de la deuda de la Institución, la Junta Directiva tomó las siguientes medidas complementarias:

---

[5] El tipo de cambio de referencia de venta pasó de ¢522,73 a ¢556,27 entre el 9 y el 17 de julio de 2008.

[6] Esta normativa está vigente desde finales de 2006 y se emitió al amparo de las facultades que le otorga el artículo 90 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica. Con este Reglamento se busca dotar al sector financiero y bursátil de una regulación que posibilite el surgimiento de un mercado de derivados cambiarios y permita a los agentes económicos cubrirse de los riesgos que podrían presentarse por variaciones inesperadas en el tipo de cambio en el proceso de flexibilización del régimen cambiario.

[7] Las variaciones permitidas a las casas de cambio son aplicables sobre el monto expresado en dólares que resulte mayor entre el patrimonio total más reciente informado por la SUGEF al BCCR y la garantía rendida ante el BCCR.

- Aprobó las Políticas Generales para la Administración de Pasivos, cuya aplicación se hará en forma gradual, conforme se eliminen los excesos de liquidez en la economía. La normativa pretende separar la gestión de los pasivos del BCCR en dos segmentos: i) el tramo de afinamiento de la política monetaria, constituido por obligaciones u operaciones activas de corto plazo dirigidas a establecer las condiciones necesarias en los mercados de negociación de dinero, para que las señales de política monetaria se transmitan al mercado financiero de forma eficiente, y ii) el tramo de mediano y largo plazo, compuesto por obligaciones contraídas con la finalidad de compensar el efecto monetario generado por fuentes estructurales de liquidez, como el déficit del BCCR y la acumulación de reservas internacionales.

- Envió en consulta al medio financiero una modificación a las disposiciones de encaje mínimo legal, mediante la cual busca que el control diario se realice sobre la base de un 100% del requerimiento de encaje de dos quincenas previas, en lugar del 90% aplicado en la actualidad[8]. Al eliminar una fuente de incertidumbre en el cálculo del requerimiento de encaje, la medida permitiría una mayor precisión en la gestión de las tesorerías de los intermediarios financieros. Desde la perspectiva del Banco Central, esta disposición permitiría mejorar las estimaciones de intervención diaria de la Institución en el mercado de liquidez.

- Estableció un límite máximo por depositante[9] en los instrumentos DEP y DON igual a la diferencia entre ¢5.000 millones y el saldo existente en la fecha de constitución, con vencimiento entre 1 y 30 días. Asimismo, modificó el calendario de subastas de Bonos de Estabilización Monetaria, para contar con mayor número de eventos, ofrecer títulos de mediano y largo plazo, y propiciar el traslado de recursos a instrumentos de mayor plazo.

2. Evolución reciente de la inflación

2.1 La inflación en el primer semestre de 2008

Los distintos indicadores de inflación utilizados en Costa Rica mantuvieron en el primer semestre de 2008 la tendencia creciente observada desde la segunda parte del año anterior. El Índice de Precios al Consumidor acumuló un crecimiento de 6,5% a junio de 2008 y una variación interanual de 12,8%; esta última mayor en casi 4 p.p. al dato resultante un año atrás y al límite superior del rango meta establecido para el 2008 en el Programa Macroeconómico (8% ± 1 p.p.).

Por su parte, el Índice Subyacente de Inflación (ISI), que procura medir la inflación de mediano y largo plazo, acumuló un crecimiento de 5,9% (11,4% interanual), porcentajes también mayores a los de igual período de 2007 y al límite superior del rango estimado a inicios de año para este indicador (7% ±1p.p.).

La inflación del grupo de bienes y servicios alimenticios[10] mostró un comportamiento creciente, observado de manera consistente desde la segunda mitad del año pasado. Su crecimiento anual en junio de 2008 alcanzó 21,7%, más alto que el de la inflación general (IPC) y, por el peso

[8] El desfase actual es de cinco días naturales sobre el requerimiento de encaje de la quincena previa.
[9] A partir del 4 de agosto de 2008 esta disposición aplica únicamente a los intermediarios financieros.
[10] En adelante al grupo de bienes y servicios alimenticios se le denomina alimentos.

relativo que este componente tiene en la canasta del IPC, explicó casi la mitad del incremento anual de la inflación.

Cuadro 1
Desagregación de la inflación interanual a junio de 2008

Descripción	Inflación interanual (%)		Aporte a la inflación anual junio 2008
	Dic.2007	Jun.2008	
Indice de Precios al Consumidor (IPC)	**10,8**	**12,8**	**100,0**
Bienes y servicios alimenticios	**18,9**	**21,7**	**47,1**
Alimentos y bebidas no alcohólicas	**21,0**	**23,6**	**36,2**
Pan y cereales	20,6	33,8	10,5
Lácteos y huevos	27,4	31,0	7,6
Aceites y grasas	28,1	55,4	2,3
Hortalizas y frutas	36,5	26,2	7,2
Carnes	16,1	15,3	4,7
Resto	8,8	11,0	4,0
Servicio de comidas y bebidas no alcohólicas	**13,9**	**17,0**	**10,8**
Sin bienes y servicios alimenticios	**7,7**	**9,4**	**52,9**
Transables	**5,5**	**6,7**	**17,6**
Regulados	16,3	15,5	7,6
No regulados	3,3	4,7	10,0
No transables	**9,7**	**11,7**	**35,4**
Regulados	8,8	13,7	14,1
No regulados	10,2	10,7	21,3

La inflación de alimentos estuvo asociada, principalmente, con el alza en el precio del servicio de comidas y bebidas no alcohólicas (alimentos fuera del hogar) y de los rubros de pan, cereales, lácteos y huevos, componentes que explicaron casi un 30% del incremento anual del IPC y cuya evolución respondió en gran medida a la subida en las cotizaciones internacionales de granos básicos (en especial trigo, maíz amarillo, soya y arroz). Adicionalmente, el precio de hortalizas y frutas aumentó en más de 26%; en este caso condiciones climáticas adversas a sus cultivos disminuyeron la oferta, restricción que incidió en ese incremento de precios.

Por su parte, la variación anual en el precio de la canasta de bienes y servicios del IPC excluidos los alimentos alcanzó un 9,4%. Si bien esa tasa es inferior a la inflación total, mostró una aceleración en esta primera parte del año (1,7 p.p.) y determinó casi un 53% del incremento anual del IPC.

Dentro de esa subcanasta, la inflación anual de bienes y servicios transables registró un 6,7% en junio de 2008. Aunque la inflación de este componente se ubicó por debajo del límite inferior del rango meta del BCCR, mostró una aceleración de 1,2 p.p. en los primeros seis meses del año, producto del ajuste en el precio interno de los combustibles y, más recientemente del efecto traspaso del incremento en el tipo de cambio observado a partir de mayo de este año.

Por último, la inflación interanual de los bienes y servicios no transables excluidos los alimentos fue de 11,7% en junio, dos puntos porcentuales más alta que la observada a finales de 2007 y explicó poco más de una tercera parte del incremento anual observado en el IPC en junio de 2008.

En la inflación de no transables destacó el ajuste en el precio de los bienes y servicios regulados (de una tasa anual de 8,8% en diciembre 2007 pasó a 13,7% seis meses después) resultado básicamente del ajuste periódico en las tarifas de servicios públicos, especialmente electricidad. Por su parte, el componente no regulado de este subgrupo registró un aumento anual de 10,7%, y si bien se ha mantenido en los últimos meses alrededor del 10%, dicho valor supera el límite superior del objetivo inflacionario, lo cual podría asociarse con elementos de indexación, expectativas crecientes de inflación[11] y la existencia de presiones de gasto interno.

En lo que respecta a la inflación subyacente, la variación acumulada estuvo determinada en poco más de un 60% por el precio de los bienes; en particular los alimentos registraron el mayor aporte positivo (explicaron casi dos terceras partes de este incremento), en buena medida determinado por el aumento en el precio de los granos en el mercado internacional. En relación con los servicios del ISI el mayor aporte positivo provino de los servicios de comida fuera del hogar.

Así, durante esta primera parte del año se han materializado algunos de los riesgos señalados en el Programa Macroeconómico de enero de 2008, por lo que la inflación continuó afectada por el encarecimiento de las materias primas a nivel internacional, en particular del petróleo y los granos básicos[12] y la expansión de la demanda interna. También incidió el alto grado de indexación de la economía, manifiesto entre otros en el ajuste de las tarifas de servicios regulados; el comportamiento creciente de las expectativas inflacionarias, así como problemas de oferta de productos perecederos que ejercieron presiones inflacionarias adicionales.

2.2 Factores que incidieron en el comportamiento de los precios domésticos

En este apartado se analizan los elementos que podrían explicar el comportamiento de la inflación doméstica en la primera mitad de 2008: i) la economía mundial, en el tanto su evolución incide, por la vía de las transacciones del país con el resto del mundo, sobre la producción, la demanda agregada y los precios internos; ii) la oferta y demanda agregada, con el fin de identificar la existencia de presiones de demanda interna y; iii) el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios, en el tanto excesos de liquidez se manifiestan en presiones adicionales sobre el gasto interno.

2.2.1 Condiciones externas

El entorno económico mundial continuó mostrando un debilitamiento de la actividad económica y una aceleración del ritmo inflacionario. En el primero de los casos, en buena medida ligado con la profundización internacional de los efectos de la crisis financiera originada en Estados

[11] De acuerdo con los resultados de la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio. Particularmente las encuestas de diciembre de 2007 y julio de 2008 indican que las expectativas de inflación a doce meses pasaron de 9,1% a 12,6%, en ese orden, ambas ubicadas por encima del límite superior de la meta del BCCR.

[12] Para aproximar el impacto de los choques externos e internos sobre la inflación, se supuso que el precio de los bienes y servicios que se estima fueron afectados directamente por estos choques registró un ritmo de crecimiento similar al del resto de la canasta. En términos del IPC, la tasa media de variación anual se habría ubicado en 8,6%, es decir, 2,8 p.p. de la inflación media del primer semestre estaría explicada por estas perturbaciones. En el caso del ISI, se estima que el efecto de los choques fue de 2,1 p.p. (el crecimiento medio del ISI hubiera sido de 7,7%).

Unidos de América, en tanto que el aumento sostenido de la inflación a nivel mundial estuvo impulsado por el ajuste en los precios de hidrocarburos y alimentos[13].

Cuadro 2
Precio Internacional de alimentos y del crudo
-Variaciones Interanuales-

	Trigo	Maíz	Soya	Aceite	Arroz	Sorgo	Petróleo (Brent)
Promedio del semestre							
Jun-07/Jun-06	13,9	67,7	26,1	57,9	20,8	58,2	-8,0
Jun-08/Jun-07	95,6	48,1	33,1	70,3	81,1	-6,7	79,9
Último día del semestre							
Jun-07/Jun-06	19,4	39,9	42,9	69,1	12,9	51,4	-4,4
Jun-08/Jun-07	52,5	116,2	76,6	59,5	91,2	-4,3	93,8

Fuente: Bloomberg

El ritmo acelerado de la inflación se manifestó alrededor del mundo, principalmente en las economías emergentes, donde ha sido más generalizada la presencia de presiones de demanda interna y existen canastas de consumo con un mayor peso en bienes relacionados con productos energéticos y alimentos. Del registro de inflaciones a nivel latinoamericano con información al término del primer semestre del año se colige lo siguiente (cuadro 3):

i. Con excepción de Brasil, los países latinoamericanos presentaron un crecimiento de los precios internos que superó la meta inflacionaria establecida por las autoridades monetarias en sus proyecciones macroeconómicas. En general estos desvíos respondieron, en buena medida, a choques externos cuya magnitud y persistencia fueron mayores a los considerados en esas proyecciones.

ii. Las economías dolarizadas de la región (Ecuador, El Salvador y Panamá) registraron tasas de inflación entre 9,0% y 9,7%.

iii. Los países con un régimen monetario consolidado basado en meta explícita de inflación[14], con excepción de Chile, mostraron crecimientos de precios más bajos, lo cual podría responder al anclaje de las expectativas de inflación alrededor de la meta de mediano plazo.

iv. Economías pequeñas, abiertas y con una relativa cercanía como lo son los países centroamericanos y República Dominicana presentaron, en general, tasas de inflación anual similares (en promedio de alrededor de 12%).

[13] Las causas del incremento en la cotización internacional de granos básicos e hidrocarburos han sido señaladas en informes previos.
[14] Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Cuadro 3
Inflación en América Latina medida por el Índice de Precios al Consumidor
-en porcentajes-

	Variación Interanual			Inflación acumulada I Sem- 08	Meta inflación
	Dic-06	Dic-07	**Jun-08**		
Bolivia	5,0	11,7	**17,3**	8,9	8,0%
Brasil 1/	3,1	4,5	**6,1**	3,6	4,5(+/- 2p.p.)
Chile	2,6	7,8	**9,5**	4,3	3,0(+/- 1p.p.)
Colombia	4,5	5,7	**7,2**	6,0	3,5%-4,5%
Costa Rica	9,4	10,8	**12,8**	6,5	8,0(+/- 1p.p.)
Ecuador	2,9	3,3	**9,7**	7,1	2,9%-3,8%
El Salvador	4,9	4,9	**9,0**	5,9	4,5%-5,0%
Guatemala	5,8	8,8	**13,6**	7,5	5,5(+/- 1,5p.p.)
Honduras	5,3	8,9	**12,2**	6,8	9,0(+/- 1p.p.)
México	4,1	3,8	**5,3**	2,0	3,0(+/- 1p.p.)
Nicaragua	9,5	16,9	**23,1**	11,8	n.d
Panamá	2,2	6,4	**9,6**	6,2	2,5%-3,5%
Paraguay	12,5	6,0	**13,4**	5,5	n.d
Perú	1,1	3,9	**5,7**	3,5	2,0(+/- 1p.p.)
Rep. Dominicana	5,0	8,9	**12,2**	7,6	6,0%
Uruguay	6,4	8,5	**8,4**	5,4	5,0(+/- 2p.p.)
Venezuela 2/	17,0	22,5	**30,8**	15,1	9,0%-11,0%

Fuente: Bancos Centrales e Institutos Nacionales de Estadística
1/ Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA)
2/ índice Nacional de Precios al Consumidor, Dic-07 = 100

En el caso de Costa Rica, el aumento sostenido en el precio de las materias primas fue uno de los principales determinantes que explicó la aceleración de la tasa de crecimiento de los precios en el primer semestre de 2008. En particular, el encarecimiento del trigo, maíz amarillo, soya y arroz a nivel mundial incidió directamente en el precio local de los alimentos y bebidas no alcohólicas. Por su parte, la tendencia creciente en la cotización del petróleo afectó directamente el precio de los combustibles en el mercado doméstico y por consiguiente, elevó el precio del transporte y de los demás rubros asociados con el uso de hidrocarburos.

2.2.2 Oferta y demanda agregadas

En los primeros cinco meses del año la actividad económica medida por la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) registró una tasa de crecimiento media de 5,6% con respecto a igual lapso de 2007. Por su parte, cifras preliminares del Producto Interno Bruto (PIB) al primer semestre del año señalan un crecimiento anual en torno al 4,6% en términos reales. Si bien ambos resultados denotan la continuidad del proceso de desaceleración que inició desde finales de 2006, al compararlos con la tasa de crecimiento de largo plazo del producto

potencial, estimada en 4,6%[15], dan indicios de que en la economía costarricense existen presiones de demanda interna[16].

Con base en la información del IMAE, la desaceleración obedeció a un menor crecimiento en las actividades productoras de bienes[17], pues el resto presentó una aceleración. Particularmente aquellas asociadas con la construcción y los servicios continuaron presentando tasas de crecimiento importantes, impulsadas principalmente por la construcción tanto pública como privada, el comercio, los servicios financieros y los relacionados con el transporte y las comunicaciones.

Por el lado del gasto, los resultados del PIB al primer trimestre del año[18] señalaron un mayor aumento de la demanda interna y una clara desaceleración de la demanda externa. El primer agregado mantuvo un sostenido dinamismo, explicado por un incremento en el consumo de los hogares (5,5%) y en la formación bruta de capital (21,0%)[19], situación que se observa desde el 2005 y que es consistente con la existencia de condiciones que favorecen el gasto interno.

Los factores que se estima explicaron el comportamiento de la demanda interna están relacionados con el incremento del ingreso nacional disponible (aunque menor que en el 2007), donde destacan la incidencia de la creación de puestos de trabajo[20], las facilidades crediticias, así como tasas de interés que indujeron al gasto (tasas activas históricamente bajas y tasas pasivas negativas en términos reales).

La evolución de la demanda interna condicionó la posición neta de la economía frente al exterior, que exhibió un deterioro mayor, ocasionado tanto por el incremento en términos reales del gasto como por la caída en los términos de intercambio. De esta forma, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó EUA$526 millones en los primeros tres meses del año, equivalente a 1,7% del PIB (EUA$179 millones en igual período de 2007, 0,7% del PIB).

El deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos continuó en el segundo trimestre del año, al punto que se estima que este indicador acumuló un resultado negativo equivalente a 3,8% del PIB (1,5% en igual período de 2007). No obstante la afluencia de recursos financieros procedentes del exterior, en especial los orientados hacia el sector privado, permitieron financiar esa brecha y además acumular activos externos por EUA$221 millones[21].

---

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

[16] El PIB del primer semestre de 2008 estuvo afectado, en buena medida, por la producción de algunos bienes tecnológicos destinados en forma exclusiva a la exportación, por lo que al excluir ese efecto la tasa de variación resultante superó el crecimiento estimado para el PIB potencial.

[17] Este comportamiento fue más notorio en la actividad agropecuaria, aunque también se observó en la manufacturera.

[18] A la fecha de realización de este informe sólo se disponía del detalle de componentes del gasto para el primer trimestre de 2008.

[19] En el caso del gasto público, esta variable mostró al primer trimestre una tasa real de crecimiento moderada (de 2,3% anual).

[20] Tomando como referencia la información de la Caja Costarricense del Seguro Social, en los primeros cinco meses de 2008 el ingreso medio de los trabajadores presentó un aumento anual de 5,4% en términos reales. En este período el deterioro de los salarios reales (-2,2%) fue más que compensado por la creación de nuevos puestos de trabajo (7,8%).

[21] El saldo de RIN en poder del BCCR ascendió a EUA$4.334 millones al término del mes de junio, lo que representó un 14,4% del PIB estimado para el año y 4,4 meses de importaciones regulares.

El valor de las exportaciones de bienes, sobre la base de cifras preliminares, registró un aumento anual de 6,5% en el primer semestre de 2008, ventas impulsadas por las mercancías regulares, particularmente dirigidas a los mercados estadounidense, europeo y centroamericano, toda vez que los regímenes especiales de comercio registraron una leve disminución.

Por su parte, la importación de bienes subió en 28,3% en la primera mitad de 2008 en relación con lo observado un año atrás, principalmente por la evolución de las mercancías regulares[22]. Sobresalió el aumento en la factura petrolera (en comparación con igual lapso de 2007 ésta fue mayor en EUA$539,4 millones), tanto por un mayor volumen importado (6,1%) como por el ya comentado aumento en el precio medio por barril de coctel de hidrocarburos importado por el país (EUA$119,3 y EUA$70,9 en el primer semestre de 2008 y 2007, en ese orden). Adicionalmente, destacó el crecimiento del valor de las importaciones de granos básicos, medicamentos y manufacturas de hierro y acero[23]; este grupo en conjunto con los hidrocarburos explicaron un 47% del incremento registrado en el valor de las compras externas de mercancías regulares.

En la primera mitad del año se estima que la cuenta de servicios presentó un buen desempeño, a pesar del entorno externo poco favorable. El superávit en la cuenta de servicios pasó de un 4,4% en el primer semestre de 2007 a 4,8% del PIB un año después.

2.2.3 Liquidez y crédito

El saldo de la riqueza financiera creció en un 15,7% (anual) en junio de 2008[24], por debajo de la variación media de 2007 (19,6%) y del aumento nominal del producto estimado para el presente año (17,1%). Además de esta desaceleración en el crecimiento del ahorro financiero se observó un cambio en su composición, en favor de los depósitos bancarios.

Mientras en junio de 2007 la participación relativa de los títulos públicos (Gobierno y BCCR) en la riqueza financiera alcanzó un 35%, un año después fue de 32%, ahorro que fue canalizado a la banca comercial, particularmente hacia operaciones denominadas en moneda nacional. Lo anterior quedó reflejado en un incremento en el saldo de la liquidez total del Sistema Bancario Nacional de 21,3%[25], mayor a lo observado a lo largo de 2007 (17,6%).

El comportamiento de la liquidez total se reflejó, principalmente, en el componente en moneda nacional, cuya tasa de expansión anual alcanzó 30% (11% en el caso de las operaciones en moneda extranjera) y es consistente con una mayor demanda de activos financieros con fines transaccionales, dada la evolución que mostró el gasto interno, así como el comportamiento observado en el tipo de cambio hasta el primer cuatrimestre del año. La información disponible al cierre del primer semestre no evidenció una reversión del proceso de desdolarización observado desde el 2007, a pesar de la tendencia al alza en el precio del dólar a partir de mayo.

---

[22] El aumento se presentó en todas las categorías económicas.

[23] Este grupo registró un incremento de EUA$240 millones respecto al primer semestre de 2007. Las importaciones de granos básicos consideraron el arroz, frijoles, trigo, soya y maíz.

[24] Comprende los depósitos bancarios y las obligaciones de Gobierno y Banco Central con el público (incluidas las instituciones públicas). La tasa de variación de este indicador es similar una vez excluido el efecto cambiario.

[25] Excluido el efecto cambiario, en junio de 2008 la variación anual de la liquidez total fue de 21,2%.

Por su parte, el crédito al sector privado mostró un crecimiento acumulado de 13,3% en el primer semestre de 2008, lo que denotó una desaceleración en relación con lo observado un año atrás (14,1%)[26]. Sin embargo, las tasas de variación interanual todavía presentan valores relativamente altos (37,7% en junio de 2008, alrededor de 4 p.p. por encima de la tasa media anual de 2007)[27].

En general el comportamiento del crédito al sector privado ha estado relacionado con la persistencia de tasas de interés activas bajas en relación con las históricas, expectativas favorables de los productores y consumidores respecto a la situación económica del país[28] y la mejora de las finanzas públicas, que incidió en la disponibilidad de fondos prestables para ser canalizados hacia el sector privado.

En lo que se refiere a la persistencia de tasas de interés pasivas negativas en términos reales, es importante señalar que casi de forma generalizada, los rendimientos de las opciones de ahorro denominadas en moneda local tendieron a la baja en los primeros meses del año, influidos por la iniciativa del BCCR de reducir en 275 puntos base sus tasas de captación a menos de un año y evitar la potencial entrada de capital especulativo. Dicho ajuste también tuvo repercusiones, aunque en menor cuantía en las tasas de interés activas.

Los ajustes al alza en las tasas de interés del Banco Central aplicados desde finales de mayo se han ido transmitiendo de manera gradual hacia las tasas de interés pasivas del sistema financiero. No obstante, dada la tendencia creciente de los precios y de las expectativas inflacionarias, así como la magnitud del ajuste nominal en las tasas de interés, aún persisten rendimientos reales negativos[29].

Por último, cabe señalar que la mejora en las finanzas públicas redujo parcialmente las presiones de demanda. Estadísticas preliminares de la situación fiscal al cierre del primer semestre de 2008 (base reconocido) indican que el Sector Público Global Reducido (SPGR)[30] presentó un superávit financiero equivalente a 1,1% del PIB (0,8% del PIB en igual lapso de 2007), que fue explicado principalmente por la continua mejora del control tributario y la moderación en los gastos totales, aspectos que favorecieron las finanzas del Gobierno Central; asimismo influyó el menor déficit del Banco Central (devengado y según metodología de cuentas monetarias).

3. La política monetaria y cambiaria en los próximos dieciocho meses

En enero de 2008 el BCCR planteó como meta procurar que la inflación, medida por la variación anual del IPC, se ubicara en diciembre de este año en 8% (± 1 p.p.). No obstante, como se comentó con anterioridad, la magnitud y persistencia de los choques externos fue mayor a lo previsto y contribuyó a que la inflación anual en junio alcanzara 12,8%.

---

[26] El crédito al sector privado se orientó principalmente a vivienda, construcción, consumo, comercio y servicios, destinos que explicaron un 88,8% del aumento anual de la cartera crediticia (con información a abril de 2008).
[27] Excluido el efecto cambiario, en junio de 2008 el crecimiento acumulado fue de 10,9% y el interanual de 37,6%.
[28] A partir del II trimestre de 2008 se aprecia el deterioro en los distintos indicadores de percepción (empresarial y del consumidor).
[29] La tasa básica pasiva real se estima en -5,5%, tomando en consideración el nivel de la tasa básica pasiva bruta del 30 de julio de 2008 (7,0%) y la expectativa promedio de inflación a doce meses (12,6%) de la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio realizada en julio de 2008.
[30] 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).

El Banco Central considera que no será posible alcanzar la meta inflacionaria planteada a inicios de año, por cuanto reconoce que:

i. Los choques externos continuarán incidiendo sobre la inflación doméstica en el segundo semestre del año,

ii. la inercia inflacionaria seguirá presente en los ajustes de tarifas de servicios regulados,

iii. las expectativas inflacionarias muestran un comportamiento creciente,

iv. el incremento observado en el tipo de cambio en el lapso mayo-julio 2008 tenderá a trasladarse a otros precios internos y,

v. los espacios para utilizar la política monetaria con fines de estabilización se abrieron recientemente, por lo que su efecto se espera se materialice a partir de 2009, dados los rezagos con que opera la política monetaria.

En otras palabras, si bien el Banco Central continúa en la tarea de procurar una reducción sostenible de la inflación, reconoce que los factores ya apuntados y los elementos inerciales incorporados en el sistema económico costarricense llevarán el crecimiento de los precios internos a un nivel mucho mayor que el objetivo planteado en enero de 2008. En razón de lo anterior en esta oportunidad el Banco Central suministra una proyección de inflación para el cierre de 2008 de alrededor de 14%.

La revisión del Programa Macroeconómico 2008-09, que abarca el período julio 2008-diciembre 2009, contempla como meta alcanzar una inflación al término de 2009 de 9% con un rango de tolerancia de un punto porcentual y, forma parte de la estrategia de mediano plazo de llevar el crecimiento de los precios domésticos a niveles similares a los que muestran los principales socios comerciales del país. Sin embargo, dada la persistencia de algunos choques externos, así como los rezagos con los que opera la política monetaria, esa convergencia se perfila más lenta y gradual que lo previsto a inicios del presente año.

En materia de política cambiaria el BCCR mantiene en el corto plazo su compromiso con los parámetros de la banda cambiaria recientemente difundidos, como parte del proceso de avanzar en el mediano plazo hacia un esquema de flotación administrada, procurando en ese proceso de migración que el precio de la divisa evolucione conforme a los fundamentales sin que presente volatilidades excesivas y no deseadas en el muy corto plazo.

Por su parte, en el campo monetario, la Institución mantiene los esfuerzos actuales tendientes a mejorar la efectividad de los instrumentos de control monetario. Con este propósito continuará utilizando los espacios que han abierto las condiciones del mercado cambiario para el uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria y, mantendrá sus esfuerzos en promover el traslado de recursos mantenidos en instrumentos de muy corto plazo hacia opciones de mayor plazo y reducir así la posibilidad de que esos fondos se materialicen en presiones adicionales sobre el gasto interno.

El escenario macroeconómico para el período julio 2008-diciembre 2009 incluido en el cuadro 4 está sustentado en las siguientes consideraciones:

i. Las proyecciones de crecimiento económico para la economía mundial suponen una desaceleración transitoria en el 2008 y el 2009. Particularmente en el caso de la economía estadounidense, prevén que en el 2008 y en el 2009 crezca en torno a 1,3% y a 0,8%, en ese orden[31], resultado que estaría influido por el deterioro en las condiciones crediticias en un contexto de turbulencia en los mercados financieros, la corrección del mercado inmobiliario, el deterioro en el nivel de empleo y los altos precios de petróleo y granos básicos.

ii. Las proyecciones de inflación mundial y particularmente de Estados Unidos apuntan a una aceleración, en buena medida afectada por el comportamiento en las cotizaciones internacionales de granos básicos y del petróleo. Para el cierre de 2008 se tiene una proyección de inflación en torno a 4% para los principales socios del país (3,7% para Estados Unidos)[32].

En el caso del precio del crudo, los analistas consideran que éste se mantendrá en niveles altos, similares a los observados a finales del primer semestre de 2008. Lo anterior hizo suponer que el precio promedio del cóctel de hidrocarburos que importa Costa Rica podría alcanzar EUA$134 por barril en el 2008[33].

Por su parte, las expectativas sobre el precio internacional de los granos, reflejadas en los precios a futuro para entrega en diciembre de 2008, contemplan incrementos anuales en el maíz, soya y arroz de 65%, 51% y 40%, en ese orden, superiores a los del año previo[34].

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

i. Una moderación del crecimiento económico. El PIB se proyecta aumentará un 3,3% en el 2008 y 4% en el 2009.

El comportamiento esperado para la economía estadounidense tendría incidencia en la desaceleración prevista de la economía local, pues afectaría de manera directa aquellas actividades productivas que colocan bienes en ese mercado y, en particular, la producción de empresas ligadas a regímenes especiales de comercio. Adicionalmente, factores coyunturales como los que han venido afectando la producción de algunos bienes tecnológicos destinados en forma exclusiva a la exportación, continuarán incidiendo sobre la evolución del PIB. Además, una política monetaria contractiva se espera afecte el gasto interno y en consecuencia la producción.

Asimismo, los ingresos que se generan en el proceso productivo continuarían afectados por el deterioro de los términos de intercambio, de forma tal que el ingreso nacional disponible real se estima crecerá un 3,6% en el 2008, pero se recuperará paulatinamente a partir del 2009,

[31]Entre las fuentes consultadas están Fondo Monetario Internacional (comunicado de julio de 2008), Consensus Forecasts, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) y el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

[32] Para el 2009 las proyecciones apuntan a una inflación de 3,4% para los principales socios comerciales y de 2,2% para Estados Unidos.

[33] El aumento promedio del precio del coctel se supuso en 70% en el 2008 y en 20% en el 2009.

[34] Información tomada de Bloomberg el 1 de julio, 2008. El incremento anual del precio de estos productos en el 2007 fue de 17%, 44% y 34%, respectivamente. En el caso del trigo, en el 2007 registró un incremento anual de 79%, concentrado en el segundo semestre de ese año; las cotizaciones a futuro contemplan que en el 2008 el precio del trigo se mantendría en niveles similares a los observados a finales del año previo.

año en que reflejaría un incremento de 3,8%. No obstante lo apuntado, y a diferencia de lo acaecido en la anterior desaceleración de la economía estadounidense (2000-02), el ingreso per cápita real no reflejará variaciones negativas y más bien se ubicaría en torno al 2% en ambos años.

Más en detalle, la demanda externa en su conjunto se estima disminuirá en un 3% en el presente año, no obstante, se espera muestre un incremento de 5,3% en el 2009. El comportamiento apuntado de la producción de bienes exportables, tendrá impacto sobre la demanda externa por bienes, la cual, a precios constantes, se contraería un 6,6% en el 2008, principalmente influida por las exportaciones de productos tecnológicos; para el siguiente año se estima aumentará un 5,5% debido particularmente a la recuperación de las ventas externas de productos agrícolas y de los regímenes especiales.

Por su parte, los servicios de exportación estarían reflejando en el 2008 un incremento de 10,6% impulsados por aquellos de carácter turístico y los prestados a empresas. Para el 2009 se prevé una desaceleración (de 10,6% a 4,8%) en línea con la evolución proyectada del crecimiento económico mundial y de los Estados Unidos en particular.

Se estima que las industrias de servicios y construcción presenten un menor ritmo de crecimiento en ambos años, en respuesta a las condiciones económicas locales contempladas para el segundo semestre de 2008 (mayores tasas de interés y tipo de cambio, así como una reducción de la liquidez).

ii. Por el lado del gasto, se prevé una desaceleración en la formación bruta de capital fijo, de 21,0% en el primer trimestre de 2008 a un 14,7% para todo el 2008 y, 6,7% para el siguiente año. Este comportamiento sería especialmente notorio en las nuevas construcciones del sector privado, que estarían reflejando tanto el efecto de una política monetaria más restrictiva como el menor dinamismo de la inversión extranjera inmobiliaria.

De igual manera, se estima que el consumo privado se desacelerará de un 6,1% en el 2007 a un 4,3% en el 2008. Ese resultado estaría asociado con: i) un ajuste al alza en las tasas de interés reales, ii) la desaceleración del crédito al sector privado, iii) el efecto del deterioro de los términos de intercambio sobre el ingreso disponible, principalmente en la segunda mitad de 2008 y, iv) el impacto que la desaceleración económica tendría sobre los ingresos, particularmente de los hogares asalariados, por la vía del debilitamiento del empleo y el efecto de la dinámica inflacionaria sobre los salarios reales, incidencias que tenderán a suavizarse hacia la segunda mitad de 2009. No obstante, para todo el 2009 se proyecta una desaceleración del consumo privado (de 4,3% a 3,6%). Las anteriores previsiones llevarán a la reducción paulatina de la brecha de producción ubicando el PIB en el entorno de su nivel potencial y con ello favorecería la convergencia de la inflación a la meta establecida para el 2009.

iii. Por su parte, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se estima aumentará de 6,0% del PIB en el 2007 a un 8,0% un año después, reflejo, principalmente del mayor gasto por factura petrolera, que se estima alcanzaría EUA$2.457 millones en el año (8,2% del PIB).

En concordancia con la ejecución de acciones de política económica orientadas a la disminución del gasto interno, las importaciones de bienes en la segunda parte del año registrarían un menor dinamismo, aunque el precio promedio del cóctel de hidrocarburos se estima se sitúe en alrededor de $154 por barril en este lapso.

En el caso de las exportaciones de bienes se prevé una desaceleración en las ventas externas asociadas a los regímenes especiales de comercio y que las mercancías regulares mantengan un dinamismo similar al del primer semestre de 2008, en especial las canalizadas a los mercados centroamericano y europeo.

La continuidad de las medidas de contención del gasto y un comportamiento dinámico de las exportaciones de bienes y servicios contribuirían a que se presente en el 2009 una menor brecha en la cuenta corriente de la balanza de pagos (de 8,0% del PIB en 2008 a 6,8% el siguiente año), pese a la mayor factura petrolera prevista para el 2009.

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

Cuadro 4
Principales proyecciones macroeconómicas

			Revisión Programa Macroeconómico 2008-2009	
	2007	2008 (aprobado en enero 2008)	2008	2009
PIB				
Real	7,3%	3,8%	3,3%	4,0%
Nominal	17,7%	14,2%	17,1%	17,0%
Deflator implícito	9,6%	9,9%	13,4%	12,5%
Ingreso Nacional Disponible Bruto (en términos reales)	7,7%	5,3%	3,6%	3,8%
Inflación (tasa anual dic-dic)				
Medido con IPC	10,8%	8% (± 1 p.p.)	14,2% 1/	9% (± 1 p.p.)
Medido con ISI -informativa-	8,7%	7% (± 1 p.p.)	12,2% 1/	8% (± 1 p.p.)
Balanza de pagos				
Cuenta corriente (%PIB)	-6,0%	-6,3%	-8,0%	-6,8%
Cuenta comercial (%PIB)	-13,8%	-14,3%	-17,2%	-16,2%
Sector Monetario (variación %)				
Liquidez total 2/	18,8%	15,0%	11,5%	17,6%
Crédito sector privado 2/	41,8%	18,9%	19,6%	17,7%
Sector Público Global Reducido (%PIB)				
Resultado Financiero	0,8%	-0,5%	-0,5%	
Gobierno	0,6%	-0,5%	-0,5%	
Resto SPNF (superávit)	1,0%	0,8%	0,6%	
BCCR	-0,8%	-0,8%	-0,6%	

1/ La tasa de inflación anual para el IPC y el ISI a diciembre de 2008 corresponde a una proyección, no a una meta del Programa Macroeconómico.
2/ Excluye el efecto cambiario.

4. 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 para el 2009, así como las políticas monetaria y cambiaria vigentes.

a. La economía costarricense, como cualquier economía abierta y pequeña, está expuesta de manera importante a choques externos de diversa índole; en la coyuntura actual sobresalen los siguientes.

   i. La desaceleración de la economía mundial, en especial la estadounidense, y el efecto que ello pueda tener sobre la producción local y las condiciones de acceso a financiamiento externo.

      Un deterioro superior al previsto se traduciría en una mayor contracción de la demanda externa, con consecuencias directas sobre el ingreso, sobre el gasto interno y las presiones de demanda. Por su parte, las pérdidas de empresas financieras que acompañan, en la actual coyuntura, el menor crecimiento de la economía mundial, podrían agudizar las presiones sobre los flujos de capital y reducir todavía más la disponibilidad de crédito a nivel mundial.

   ii. El encarecimiento de las materias primas, en particular del petróleo y de los granos básicos, por encima de lo previsto, tendría un efecto directo e inmediato sobre el comportamiento de los precios domésticos.

      Sin embargo hay que tener presente que el precio del petróleo ha mostrado ser muy sensible ante los anuncios de contracción en su demanda mundial y posibles incrementos en la producción. Particularmente en las últimas semanas de julio de 2008 se dio un cambio en las perspectivas sobre el comportamiento futuro del precio del crudo. Algunas analistas señalan que el aumento en la producción de crudo por parte de los principales países productores y la mayor disponibilidad de combustible en los Estados Unidos (efecto conjunto de una mayor oferta y un menor consumo) podría llevar su cotización a niveles por debajo de lo contemplado en el presente ejercicio, lo que tendría efectos positivos para Costa Rica, tanto desde la perspectiva de inflación como de la brecha en cuenta corriente[35]

b. En el campo interno se visualizan varios riesgos, entre otros los siguientes.

   i. Presiones fiscales mayores a las previstas. La disciplina fiscal ha sido un factor que ha apoyado el control de la inflación en los últimos años, pues contribuyó a moderar las presiones de demanda. En consecuencia, un déficit financiero del sector público mayor a lo considerado en las proyecciones tenderá a manifestarse en presiones de

[35] De mantenerse los precios a futuro tomados de NYMEX.com el 25 de julio de 2008, el precio promedio del coctel que importa el país ascendería a EUA$128,6 por barril en el 2008, por lo que la factura petrolera con respecto al producto alcanzaría 7,9% (8,2% es lo contemplado en la revisión del Programa Macroeconómico).

gasto interno y por tanto dificulta la consecución de la meta inflacionaria y deteriora la posición externa del país.

ii. La posible entrada en vigencia del tratado de Libre Comercio entre Centroamérica, República Dominicana y Estados Unidos se espera tenga implicaciones positivas sobre la oferta exportable del país y la atracción de inversiones, que fortalecerían el financiamiento externo de la economía.

iii. El potencial ingreso del país al acuerdo PETROCARIBE, iniciativa de cooperación energética impulsada por Venezuela, constituiría un mecanismo de financiamiento[36] de la factura petrolera y una reducción en la presión sobre la demanda de divisas en el mediano plazo.

iv. La aprobación del proyecto de ley, actualmente en estudio en la Asamblea Legislativa, que autoriza la capitalización parcial del BCCR y aumenta los grados de libertad del Banco Central en el uso de sus instrumentos de control monetario, incrementaría las posibilidades de alcanzar con mayor celeridad en el mediano plazo inflaciones similares a las que muestran los principales socios comerciales del país.

[36] En términos generales, la estructura de financiamiento de PETROCARIBE propone una escala de financiamiento en las facturas petroleras, donde se toma como referencia el precio del crudo. Se extenderá un período de gracia para el financiamiento a largo plazo de uno a dos años y se prevé una extensión del período de pago de 17 a 25 años, reduciendo el interés al 1%, si el precio del petróleo supera los 100 dólares por barril. El pago a corto plazo se extiende de 30 a 90 días.