

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
San José, Costa Rica

Licenciado
William Calvo Villegas, director
División Económica

Everardo Vargas Rodríguez, director
Departamento Monetario

REVISIÓN PROGRAMA MONETARIO 2003

28 de julio del 2003
DM-346

Adjunto ejercicio de revisión del Programa Monetario 2003 para ser considerado por la Junta Directiva de la Institución. Este documento contiene un diagnóstico de la evolución reciente de la economía durante la primera parte del año y presenta la propuesta de revisión del Programa Monetario para lo que resta del año y el 2004.

secrem/dm-2003/dm-346/yz**

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

San José, Costa Rica

DEPARTAMENTO MONETARIO

DM-346

28 de julio del 2003

REVISION PROGRAMA MONETARIO 2003

I-. INTRODUCCION

El Programa Monetario para el 2003^[1] se formuló en un marco de incertidumbre, tanto en el ámbito externo como en el interno. Por una parte, nuestros principales socios comerciales experimentaban bajas tasas de crecimiento económico y las expectativas para el año eran poco alentadoras, pues no se esperaba una reactivación económica en el corto plazo, además, existía gran expectativa en torno al conflicto armado en Irak, lo que implicaba también dudas sobre el precio futuro del petróleo, variable de gran relevancia por sus implicaciones en la balanza de pagos y el nivel interno de precios.

Internamente, la incertidumbre se centraba en la posibilidad del Ministerio de Hacienda de lograr reducir, en este año el elevado déficit fiscal registrado el año anterior y, una vez aprobada la temporal Ley de Contingencia fiscal, la capacidad política del Gobierno para que la Asamblea Legislativa apruebe la Ley de Reforma Fiscal.

En ese marco de incertidumbre y de escaso crecimiento económico mundial, fue diseñado el Programa Monetario 2003, en el cual se definió como objetivo principal impedir un crecimiento de la inflación interna mayor del 10% y el subsidiario, lograr un déficit de cuenta corriente cercano al 4.7% del PIB, manteniendo las reservas monetarias internacionales en el mismo nivel del cierre del 2002. Para la elaboración del programa se establecieron entre otros los siguientes supuestos y proyecciones: i) un incremento del PIB real del 2,2 % incluido el aporte de la industria electrónica de alta tecnología (IEAT), ii) una disminución del déficit del sector público global reducido, de un 5,4 % en el 2002 a un 3,1 % en el 2003, iii) una cuenta financiera de la balanza de pagos superavitaria en una magnitud similar al déficit de la cuenta corriente.

Transcurrido el primer semestre del 2003 las variables macroeconómicas han evolucionado de la siguiente forma:

1.-De acuerdo con el Índice de Precios al Consumidor (IPC) los precios experimentaron un incremento de 4,3% en el primer semestre y una variación interanual de 10,2%, tasas de aumento superiores en 0,5 y 2,2 puntos porcentuales, respectivamente, en relación con los crecimientos mostrados en igual periodo del año anterior. La evolución de este índice en lo que va del año se ha caracterizado por una aceleración^[2] originada principalmente por ajustes en los precios de algunos servicios y de bienes no agrícolas. En todo caso, el comportamiento de la inflación no muestra desvíos importantes en los próximos meses en relación a la meta del programa.

2.-La actividad productiva del país en los primeros cinco meses de 2003, medida por la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), se ha incrementado en un 6,8% respecto a igual lapso del año anterior. El resto de las actividades productivas, excluida la Industria Electrónica de Alta Tecnología (IEAT), creció en el período en comentario a un ritmo medio de 4,9%, tasa superior en 1,6 puntos porcentuales a la observada en igual periodo del año inmediato anterior. En cuanto a los resultados esperados para todo el año, las estimaciones más recientes indican que el producto interno bruto sin la IEAT crecerá en el 2003 un 4,4%, 2,2 puntos porcentuales más de lo considerado en las estimaciones de noviembre del 2002, aceleración atribuida a:a)la reactivación en el sector agrícola, sobre todo en los productos de exportación no tradicionales como: melón, piña, flores y follajes, actividades con muy poco dinamismo en el 2002; también se está observando una reactivación en productos tradicionales de exportación como el café y el banano, b) el fuerte crecimiento de las industrias de Transportes, almacenamiento y comunicaciones explicado por la introducción de importantes cambios tecnológicos en el campo de la telefonía móvil y en el servicio de internet, y c) el mayor dinamismo mostrado por la industria de la Construcción, la Intermediación financiera y las zonas francas.

3.-Las principales transacciones con el sector externo durante los primeros meses del 2003, muestran un déficit comercial inferior al observado en igual periodo del 2002; un aumento de 5,7% de la entrada física de turistas, por la vía aérea, y un incremento de las salidas de un 4,9% en el primer trimestre de 2003; un mayor déficit en cuenta corriente en el primer semestre 2003(2,6% del PIB) en relación con el registrado en el mismo periodo del año anterior (2,1% del PIB), un aumento de \$193,3 millones en el saldo de reservas internacionales netas en poder del Banco Central de Costa Rica con respecto al cierre del 2002.

La evolución antes mencionada de las principales variables con el sector externo permite inferir un déficit en cuenta corriente al final del 2003 de un 5,7% del PIB, superior en un punto porcentual al previsto en el programa monetario elaborado a finales del 2002 (4,7%). Entre los principales elementos que explican este deterioro destacan:

- a) el incremento en las importaciones de hidrocarburos por \$27 millones, producto de precios del petróleo en el primer semestre mayores a los estimados,
- b) mayores importaciones por parte del Instituto Costarricense de Electricidad. Esta empresa pública estima compras en el exterior por \$244 millones, esto es, \$82 millones más de lo originalmente programado,
- c) la mayor tasa de crecimiento de la producción, que en vez de un 2,2% crecerá 5,3%, se ha reflejado en las importaciones, en particular de materias primas y bienes de capital.

4.-El programa monetario del 2003 elaborado a finales de noviembre estimó un saldo de RIN para diciembre del 2002 de \$1.328 millones y propuso ese nivel como la meta para diciembre del 2003. Sin embargo el saldo observado a finales del 2002 fue de \$1.494,7 millones, \$165 millones más de lo previsto y al 30 de junio del 2003, el saldo de RIN se ubicó en \$1.688 millones.

Ese último nivel es superior en \$360 millones al cierre estimado para el 2002 y \$130 millones por sobre el saldo observado en diciembre del 2002. Este incremento en las reservas obedeció principalmente al resultado superavitario del mercado privado por \$564 millones, el cual fue parcialmente compensado por el uso neto de \$370 millones por parte del sector oficial. El incremento en los ingresos de capital al sector privado podría obedecer a las bajas tasas de interés internacionales, que ha inducido a los costarricenses a repatriar capitales.

5.-Según cifras preliminares, el déficit del Sector Público Combinado Reducido, acumulado a junio del 2003, representó un 1,71% del PIB, para una disminución de 0,74 puntos porcentuales (p.p.) en relación con el de igual período de un año antes. Lo anterior obedeció básicamente al menor desequilibrio de gastos e ingresos generado por el Gobierno Central y al mejor resultado financiero del resto del sector público no financiero, los cuales compensaron las mayores pérdidas del Banco Central de Costa Rica. Estas últimas se incrementaron debido a la mayor absorción que se debió realizar en el primer semestre producto de la mayor acumulación de RIN a finales del 2002 y a la necesidad de esterilizar la monetización de parte de los depósitos en moneda extranjera que mantiene el gobierno en el Banco Central.

Para todo el año las últimas estimaciones apuntan a un déficit del sector público global reducido de 4,1% del producto interno bruto, cifra superior a la considerada en el programa monetario (3,1%). Este deterioro en las finanzas públicas responde a un menor superávit del resto del sector público no financiero (principalmente, el ICE y la CCSS) al pasar de un nivel de 1,2% del PIB a sólo 0,2% del PIB y a un mayor déficit del BCCR. Este último se estima en un 1,5% del PIB, 0,2 puntos porcentuales más de lo originalmente considerado en el programa monetario, debido, principalmente a la necesidad de hacer una mayor absorción, por medio de operaciones de mercado abierto por los efectos expansivos de una acumulación no prevista de reservas monetarias internacionales. En ese resultado, cabe destacar que el Gobierno Central presentaría una mejora, pues se estima el déficit para el 2003 en 2,8% del PIB, en vez de 3,1% considerado inicialmente, por los resultados positivos del programa de contingencia fiscal y la contención de los gastos públicos.

1. Objetivos del Programa

En los últimos años, el Banco Central de Costa Rica ha venido ampliando sus investigaciones en el campo monetario con el propósito de extender sus programas monetarios a un período mayor a los doce meses: dieciocho y veinticuatro meses. Esa decisión descansa en el hecho de que la política monetaria requiere de un horizonte de más largo plazo pues el efecto de ésta sobre la inflación y la producción tiene sus rezagos. Es preciso tener en cuenta que los mecanismos de transmisión de la política monetaria actúan sobre varios canales, afectando diversas variables y diferentes mercados con diferente velocidad e intensidad. Por ello tiene mayor sentido proponer un programa monetario para alcanzar un nivel de inflación, en este caso, en los próximos dieciocho meses, el cual inicia en julio del 2003 y culmina en diciembre del 2004. El principal objetivo del BCCR para estos meses será que la inflación al término del año 2003 y 2004, no supere el 10%.

Por su parte se estima que el Producto Interno Bruto en términos reales crecerá en el 2003 alrededor de un 4,4%, excluyendo la producción de la IEAT y un 5,3% % incluyendo el aporte de esa industria. En el 2004 el aumento de esos indicadores se calcula en 3,7% y 4,3% en ese orden.

La situación financiera del Sector Público Global Reducido prevista para el término del 2003 será menos favorable que la considerada en el programa monetario original, en casi un punto porcentual del PIB, pero para el 2004 se proyecta un déficit combinado del sector público del orden del 3,2%.

El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos será el equivalente a 5,7% del PIB en el 2003 y 4,9% en el 2004 y la cuenta financiera será superavitaria y permitirá aumentar las reservas internacionales netas en \$35 millones este año y en \$50 millones en el 2004.

Para lograr los objetivos del Programa Monetario del período julio 2003-diciembre del 2004, el Banco Central continuará utilizando las operaciones de mercado abierto, el encaje mínimo legal y aplicará una política cambiaria que procurará mantener la rentabilidad relativa de los sectores domésticos que producen para el mercado mundial y buscará impedir el deterioro en la posición del sector externo.

II. DIAGNÓSTICO Y PERSPECTIVAS ECONOMICAS

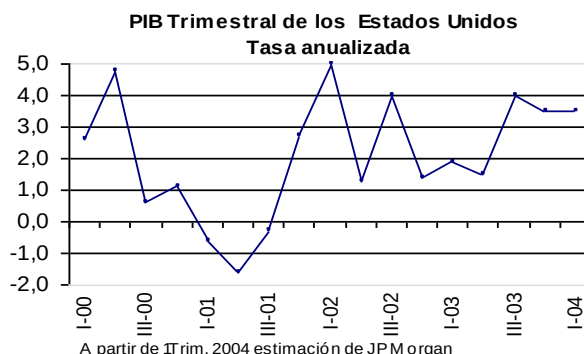
1. Entorno económico internacional

Los pronósticos del Fondo Monetario Internacional ubican el crecimiento económico mundial del 2003 en 3,1%, crecimiento levemente mayor al 2,8% del 2002 e inferior al promedio de 3,5% del decenio 1993-2002. La actividad económica en los países desarrollados se mantiene débil y muestra señales ambiguas, persistiendo las dudas sobre las soluciones a los desequilibrios como un déficit alto en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos, los crecientes déficit fiscales en los países de la Zona Euro y la vulnerabilidad del sistema financiero japonés. En América Latina el panorama ha mejorado en los últimos seis meses pues, con excepción de Venezuela, se registran ascensos en la actividad económica y en las perspectivas de corto plazo, lo que está animando el retorno de los capitales a la Región.

El crecimiento económico de los principales socios comerciales de Costa Rica ha sido débil en el bienio 2002-2003 al registrar un promedio de 1,5% anual. En el 2004 se espera una recuperación al estimarse en 3,5% como resultado de que las economías de Estados Unidos y de los socios latinoamericanos retornarán a crecimientos cercanos a los potenciales, en tanto que Europa y Japón proyectan mayores actividades económicas. Este mejor desempeño económico podría contribuir positivamente en la demanda externa del país.

Evolución del PIB e Inflación de los Principales Socios Comerciales de Costa Rica						
	Crecimiento PIB			Inflación (IPC)		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Estados Unidos	2,4	2,2	3,6	1,6	1,9	2,3
Socios Europeos	0,8	1,1	2,2	2,3	1,9	1,6
Centroamérica	1,9	3,0	4,4	5,1	4,8	4,3
Resto de América	-0,2	-0,3	4,8	6,4	8,3	8,1
Japón	0,3	0,8	1,0	-0,9	-0,7	-0,6
Crec. Ponderado	1,5	1,6	3,5	2,8	3,1	3,2
Fuente: World Economic Outlook, OCDE y CMCA, a junio del 2003						

Los precios del petróleo crudo con referencia al barril de tipo WTI se han mantenido en un nivel medio de \$29,9 en los últimos meses, cinco dólares sobre lo que proyectaron los organismos internacionales, como consecuencia de las tensiones bélicas y el fortalecimiento del cartel de países productores. Por otra parte, los mercados financieros y accionarios han registrado un repunte significativo por la menor incertidumbre al acabar el conflicto bélico en Iraq. Los índices Dow Jones y Nasdaq mostraron recuperaciones de 18% y 25% en el cuatrimestre marzo-junio del 2003, en ese orden.

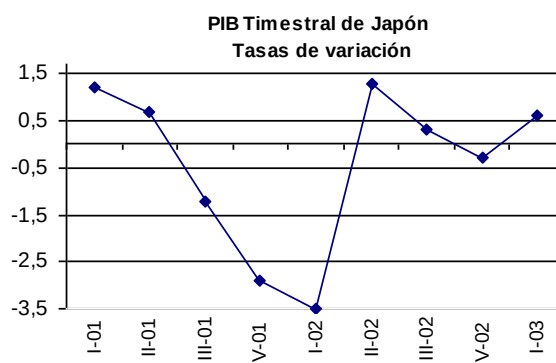


La actividad económica de los Estados Unidos registró bastante irregularidad en el 2002 como resultado de las expectativas ante el conflicto bélico en el Medio Oriente, el alza en el precio de los hidrocarburos y la volatilidad en los mercados bursátiles. Estos factores contribuyeron a deteriorar la confianza de los agentes económicos en esa nación y en el resto de la economía mundial. La tasa de crecimiento económico fue de solamente 2,4% en el 2002, casi un punto porcentual por debajo de la potencial, en tanto que en el primer trimestre del 2003 se registró 1,9% y se espera, para todo el año una tasa media del 2,2%, la cual repuntaría a 3,6% en el 2004. Los resultados del primer trimestre del 2003 estuvieron asociados con las tasas negativas de variación de la inversión privada, de las ventas al por menor, de la producción industrial y de la utilización de la capacidad productiva.

Los pronósticos para los socios comerciales Europeos indican un crecimiento medio en la producción de 1,1% para el 2003 y de 2,2% para el 2004, este último igual al potencial. Los principales indicadores de la actividad económica de corto plazo dan señales imprecisas respecto a la tendencia, pues la demanda interna ha sido débil en los primeros meses del año, principalmente en Alemania, Francia e Inglaterra y no hay indicios de cambios para lo que resta del año, dado los altos niveles de desempleo y déficit fiscales, que aunados a la apreciación del euro, limitan el accionar de la política económica para fortalecer la actividad productiva y reducir las presiones al deterioro del sector externo.

Los socios latinoamericanos registran en los primeros cinco meses del 2003 una evolución positiva en la actividad económica, lo que sustenta pronósticos de crecimiento de 1,4% y 4,6% para el bienio 2003-2004, en ese orden, luego de haber presentado una caída en el 2002. La recuperación de la economía de Argentina, la confianza en las autoridades del nuevo gobierno brasileño, la renegociación de la deuda uruguaya, el impulso de la economía mexicana, el mejor desempeño observado en Centroamérica y la moderación de las presiones inflacionarias, son factores positivos que han propiciado una baja en los spreads^[3] y un retorno paulatino de los capitales.

La actividad económica de Japón registrará tasas de crecimiento de 0,8% y 1,1% en el 2003 y 2004, en su orden, luego de una tasa media anual de crecimiento de 0,5% en el periodo 1998-2002. Los precios decrecerán por quinto año consecutivo. En el primer trimestre del 2003 el crecimiento económico inter-trimestral fue nulo, mostrando una demanda interna muy débil por el reducido aumento del consumo privado y la desaceleración de la formación bruta de capital fijo.



Las economías asiáticas emergentes siguen proyectándose como la zona de mayor crecimiento económico con variaciones de 6,3% y 6,5% para el 2003 y 2004, respectivamente. Destacan los crecimientos de la actividad económica en China de 7,5% en el 2003 y el 2004 y de la India con tasas del 5% y 5,9% para esos mismos años.

Indicadores Macroeconómicos para Centroamérica y Panamá			
Variaciones porcentuales respecto al año anterior			
	2001	2002	2003
PIB Real			
Costa Rica	1,1	3,0	5,3
El Salvador	1,8	2,3	3,0
Guatemala	2,3	2,0	2,4
Honduras	2,6	2,0	3,8
Nicaragua	3,0	1,0	3,0
Panamá	0,4	0,4	1,5
Inflación (IPC)			
Costa Rica	11,0	9,7	10,0
El Salvador	1,4	2,8	2,5
Guatemala	8,9	6,3	5,0
Honduras	8,8	8,1	7,8
Nicaragua	4,7	4,0	6,0
Panamá	0,0	1,9	1,0

Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano y CEPAL, junio del 2003

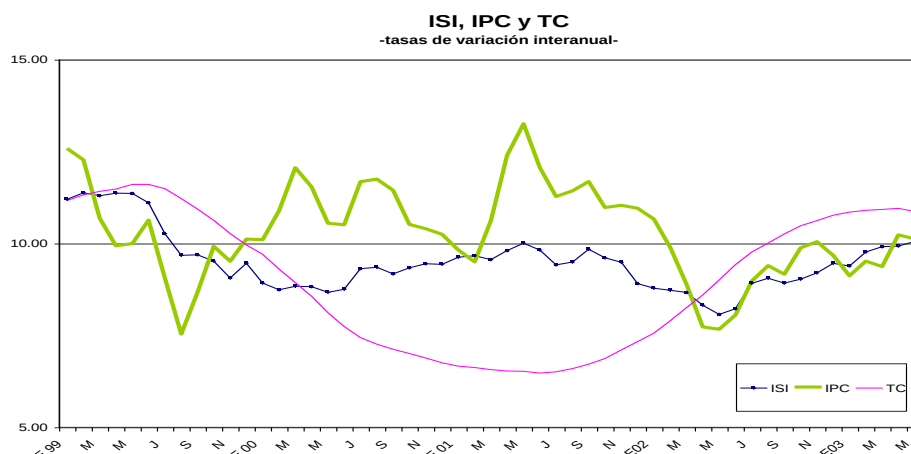
El producto interno bruto de los socios comerciales de la región centroamericana crecerá en el bienio 2003-2004 a una tasa promedio de 3,7%, un punto y medio porcentual mayor a la del bienio anterior. Los factores que impedirían un mayor crecimiento están asociados con los niveles bajos de actividad económica de los Estados Unidos y Europa, principales mercados de la Región, además de los elevados precios de los hidrocarburos y las bajas cotizaciones de los bienes agrícolas que exportan estos países. En el 2004 las naciones centroamericanas podrían verse beneficiadas por el mayor crecimiento económico mundial y el alivio a los problemas de deuda externa de algunos países.

La economía costarricense enfrentará en la segunda mitad del 2003, un panorama de recuperación económica mundial pero aún con señales contradictorias. Los esfuerzos que hacen los principales bancos centrales de los países desarrollados, en coordinación con los gobiernos, están orientados a recuperar y fortalecer el crecimiento económico y comercio mundial en un ambiente de menores precios del petróleo y tensión geopolítica. El Fondo Monetario Internacional espera un crecimiento del volumen de comercio mundial de 4,3% en el 2003 y de 6,1% en el 2004, después de una tasa media de solo 1,5% en el bienio 2001-2002, lo que podría contribuir a favorecer a Costa Rica pues el mayor crecimiento de los flujos comerciales del país es con las economías avanzadas.

2. Precios

En los primeros seis meses del año 2003 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) mostró una tasa acumulada de 4,3% y una variación interanual de 10,2%, ambas superiores en 0,5 y 2,2 puntos porcentuales, respectivamente, a los crecimientos mostrados en igual periodo del año anterior. La evolución de este índice se ha caracterizado por una aceleración^[4] originada principalmente por ajustes en los precios de algunos servicios y de bienes no agrícolas.

La inflación de largo plazo, medida por el Índice Subyacente de Inflación (ISI), mostró una variación acumulada a junio del año en curso de 4,8%, superior a la del mismo mes del año anterior (4,3%). Este indicador muestra una aceleración desde mediados del 2002 originada por el comportamiento de los precios de los bienes no agrícolas.



El cambio en la tendencia de la inflación subyacente no parece responder a presiones de demanda, pues se estima que en el 2003 el gasto interno en consumo final crecerá un 2,8%, mientras en el 2002 lo hizo un 3,1%. En razón de lo anterior, el cambio observado en la inflación subyacente podría explicarse por factores que están incidiendo en los costos, tales como el incremento en la pauta de devaluación y el incremento de los precios de los hidrocarburos, sobre todo a inicios del año, con la incertidumbre originada por el conflicto bélico en el Medio Oriente.

El comportamiento de la demanda interna refleja el perfil de la política monetaria llevada a cabo por el BCCR y de la política salarial. En la primera de estas, el BCCR por medio principalmente de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y de un incremento en el Encaje Mínimo Legal, ha procurado mantener condiciones de liquidez en la economía en niveles que no contribuyan a crear presiones inflacionarias adicionales. En cuanto a la política salarial, los ajustes en los salarios mínimos nominales sólo compensaron el incremento de los precios registrado en el segundo semestre del 2002.

Dada la evolución esperada de la demanda interna y que la actual pauta de devaluación (16 céntimos diarios) se mantendrá durante el resto del año, el ISI no continuará acelerándose y su tasa de crecimiento se proyecta en menos del 10,0% para diciembre del año en curso.

Los aumentos programados para los próximos meses en electricidad, teléfono, agua y taxi tienen la característica de impactar los precios en el muy corto plazo y su efecto se desvanece en el mediano plazo. La incorporación de estos ajustes tarifarios posiblemente elevarán la proyección de la tasa interanual del 10% del IPC para diciembre de este año. Sin embargo, el Índice Subyacente de Inflación, que elimina aquellos productos más volátiles del IPC, se estima alcanzará una tasa de crecimiento inferior al 10% en el año.

3. Sector real

a) Resultados del sector real durante los primeros cinco meses de 2003

La actividad productiva del país en los primeros cinco meses de 2003, medida por la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), se ha incrementado en un 6,8% respecto a igual lapso del año anterior. Excluida la Industria Electrónica de Alta Tecnología (IEAT), ésta creció en el período en comentario a un ritmo medio de 4,9%, tasa superior en 1,6 puntos porcentuales a la observada en igual periodo del año inmediato anterior.

En dicho periodo (enero mayo del año en curso) se observó un mayor aporte productivo principalmente en la industria Manufacturera, el Transporte, almacenaje y comunicaciones, y los servicios de Intermediación financiera y la industria de la construcción.

Los tres regímenes en los cuales produce la industria manufacturera (regular, zonas francas y perfeccionamiento activo) contribuyeron positivamente en su desempeño productivo muy favorable que tuvo en el lapso enero mayo de 2003. El incremento significativo de la industria manufacturera en el lapso citado (11,0% en serie original y 11,4% en la serie de tendencia ciclo) se debió en orden de importancia a las mayores ventas externas por parte de la IEAT (Estados Unidos, Holanda, Malasia, Reino Unido y Hong Kong), la mayor producción de las empresas que no están incorporadas a regímenes especiales (régimen regular) y al resto de las empresas de zonas francas.

Excluido el aporte de la IEAT en la industria manufacturera, su producción aumentó 4,5% en dicho periodo; en este caso el crecimiento está explicado fundamentalmente por la mayor actividad productiva del régimen regular y en menor grado por el resto de las zonas francas y perfeccionamiento activo, la primera con un aporte de 3,0 puntos porcentuales, el resto de zonas francas con un aporte de 1,4 puntos porcentuales y perfeccionamiento activo con 0,1 puntos porcentuales. Dentro del régimen regular son varias las actividades que presentaron tasas medias positivas, entre ellas destacaron la fabricación de abonos y plaguicidas; de productos metálicos, de productos plásticos; de jabones y preparados de limpieza y de productos farmacéuticos.

Con respecto a las actividades de zonas francas (sin IEAT) se observó un crecimiento importante en el periodo enero mayo (10,2% en términos reales), debido a la mayor colocación de productos principalmente en Estados Unidos (48% de aporte al incremento), así como también a México, China, Italia y Alemania (las ventas a estos países aportaron un 35% al crecimiento).

Por su parte, desde junio de 2002 se revertió la tendencia de disminución que desde julio de 2000 se venía observando en la producción del régimen de Perfeccionamiento Activo, de tal manera en el lapso enero mayo de 2003, según cifras preliminares, la producción de las empresas incorporadas en este régimen se incrementó un 4,7%.

La mayor demanda por servicios de telefonía celular y por el servicio de Internet son los que más afectan positivamente la industria de telecomunicaciones.

El comportamiento dinámico de los servicios de Intermediación financiera (7,3% en serie original y 8,9% en tendencia ciclo) se explica por el mayor nivel de intermediación de la banca comercial, por la colocación de crédito al sector privado (en especial para comercio y consumo), la compra de títulos del Gobierno y del BCCR en el mercado secundario y la colocación de certificados de depósito a plazo en el mercado primario. Además de la venta de servicios por cobro de servicios públicos, el pago de tarjetas crédito y por el cambio y arbitraje de divisas.

La industria de la Construcción ha mostrado en este periodo un incremento de 9,1% (0,6 puntos porcentuales sobre la tasa observada en el lapso enero mayo de 2002). En este crecimiento ha sido importante el desempeño positivo de la construcción privada (10,4%), principalmente de locales comerciales y de viviendas. Si bien este comportamiento es consistente con lo observado en las industrias productoras de productos plásticos; la fabricación de objetos de barro, loza y porcelana; la fabricación de productos de arcilla para la construcción y las industrias básicas del hierro y el acero, es disímil con el comportamiento de la producción de cemento. Según información obtenida de una muestra de empresas distribuidoras de materiales de construcción, actualmente existe una tendencia a sustituir materiales tradicionales para la construcción por otros denominados “materiales livianos” los cuales no sólo son más rápidos de instalar sino que también más baratos.

Por su parte, respecto a la actividad Agropecuaria, su indicador mensual presentó en el período enero mayo de 2003 una variación media anual de 5,8%, respecto a igual lapso del año anterior. Esta variación se debió básicamente al incremento del volumen de las exportaciones de productos no tradicionales, en especial las de piña y melón, que en conjunto aportaron 4,2 puntos porcentuales a la variación del indicador general y en menor cuantía (0,5 puntos porcentuales) las exportaciones de flores y follajes.

Respecto al comportamiento de la producción de piña, la mayor demanda y los buenos precios que se han venido presentando en los mercados externos, dada la buena calidad y presentación de la fruta, provocó un incremento en el área sembrada, lo cual junto con las buenas condiciones climáticas para este producto y la utilización de una mejor tecnología en su cultivo, generó un incremento de la producción.

Por su parte, el crecimiento en las exportaciones de melón se debió principalmente al incremento de la demanda y a los buenos precios en el mercado externo dada la calidad del producto, lo que generó un incremento en el área sembrada, aunque no en la productividad. Esta mayor área sembrada y el control de la bacteria *Acidovorax Avenae* originaron el elevado crecimiento de la producción.

A su vez, el valor de las exportaciones de plantas, raíces, flores y follajes mostró un incremento de 12,3% con lo que aportó 0,5 puntos porcentuales a la variación del indicador general del IMAGRO. Estados Unidos, Holanda y Alemania fueron los principales compradores de estos productos.

b) Perspectivas para el año 2003

En vista de la evolución observada en los primeros cinco meses del año, las perspectivas externadas por varios productores encuestados respecto al comportamiento de sus mercados (interno y externo) y de su producción, y algunos indicadores macroeconómicos, se estima que el Producto Interno Bruto a precios constantes (PIB) del 2003 superará en un 5,3% al del año 2002. Por su parte el crecimiento del PIB, excluido el aporte de la IEAT, se estima en 4,4%. Este pronóstico está fuertemente influido por el aporte esperado en los servicios de Transportes, comunicaciones y almacenaje, por la industria Manufacturera y por la actividad de Comercio, restaurantes y hoteles, así como también, aunque su aporte es menos significativo por su participación en el PIB, por el dinamismo en la industria de la Construcción, de los Establecimientos financieros y por la Electricidad y agua.

La tasa de crecimiento estimada del valor agregado real de Transportes, almacenamiento y comunicaciones para el año 2003 es de un 12,6%. La actividad de comunicaciones explicaría en más de un 85% el citado comportamiento. Concretamente, el incremento en la actividad de comunicaciones se sustentará en los siguientes factores:

- ❖ Telefonía celular de cobertura nacional. Según ICETEL, el número de clientes ha venido creciendo en forma acelerada en respuesta a la necesidad de contar con este tipo de servicios. Se estima que para el 2003 el número de minutos de comunicación crecerá a una tasa similares a la del 2002 (58,8%).

- ❖ Servicio de Internet. Las ventas de este servicio se ha convertido en el principal ingreso de operación de RACSA. En el año 2002 representó el 62,6% de los ingresos operativos de esta empresa. La mayor demanda de este servicio por parte de las empresas explican en buena parte este comportamiento, ya que el contar con Internet les brinda grandes ventajas competitivas al elevar su capacidad de ofrecer sus productos o servicios, a la vez que despierta la creatividad y nuevas formas de negociar al acortar distancias y aumentar la rapidez de sus operaciones, tanto en el ámbito local como internacional. Adicionalmente el ICE esta brindando el servicio de Internet Avanzado, una modalidad de Internet que utiliza tecnología de banda ancha a través de la cual se pueden transportar voz, datos y video a mayor velocidad y con tarifas más bajas que la que cobra RACSA. La aparición de este nuevo servicio ha llevado a ambas empresas a la fusión de sus redes empresariales utilizando la tecnología ATM (Modo de Transferencia Asíncrona) mientras se resuelven los problemas que enfrentan las dos licitaciones del proyecto de Red Avanzada de Internet. Una vez implementado en su totalidad este servicio generaría una mayor inversión extranjera. Actualmente se ha avanzado usando tecnologías opcionales mientras se completan las gestiones para continuar con la implementación total del servicio, la cual se espera completarla en los últimos meses del 2003.
- ❖ Tráfico Telefónico Internacional. En el lapso enero mayo del año 2003 este servicio se incrementó en un 6,9% y se espera continúe con esta tendencia de crecimiento mostrada hasta el momento, a pesar del efecto BY PASS, el cual consiste en estaciones terrenas que piratean las comunicaciones, y por tanto no pueden ser contabilizadas por el ICE.

Por su parte, la expectativa de crecimiento de la industria Manufacturera es de un 7,6% en razón del dinamismo esperado de la IEAT, a las mayores ventas externas de las empresas que no están adscritas a ningún régimen especial (“régimen regular”) y por el crecimiento de la producción del resto de empresas de zonas francas. Por otra parte se prevé un estancamiento en la producción de las actividades agroindustriales tradicionales y una pequeña reducción en la producción real de las empresas que conforman el régimen de perfeccionamiento activo, esto último de conformidad con la información proporcionada por una muestra de empresas de este régimen.

Se prevé que la actividad comercial va a crecer en aproximadamente un 2% y los servicios de hospedaje y restaurantes aumentarán alrededor de un 4,6%. El comportamiento esperado del comercio está acorde con lo observado en el primer cuatrimestre, lo cual se espera se mantenga durante el resto del año 2003, que se ha caracterizado por una tasa de crecimiento moderada en la comercialización de bienes manufacturados para consumo final (importados y producidos en el país).. El comportamiento esperado en los servicios de hospedaje y restaurantes responden principalmente a la expectativa de entrada de turistas al país pues según últimos datos estadísticos del ICT, tanto en el turismo entrante como el saliente por todos los puertos (aéreo, marítimo y tierra) han venido mostrando en los primeros meses del año 2003 tasas de crecimiento mensuales positivas, lo cual hace suponer una lenta recuperación de la actividad para el año 2003.

El dinamismo estimado de la industria de la Construcción (6,8%) se estaría explicando fundamentalmente por un mayor nivel de actividad de la construcción privada y la construcción por administración mientras que se espera un descenso en los contratos por licitación pública. Se espera que la construcción privada recupere su nivel de producción después de la contracción mostrada en 2002, cuando disminuyó un 4%. Los proyectos de construcción por administración más destacados son: los trabajos realizados por la Compañía Nacional de Fuerza y Luz para la electrificación subterránea en el casco central de San José, en RECOPE se proyecta ampliar la capacidad de almacenamiento y la construcción de una nueva caldera de refinería; finalmente el ICE tiene programados varios proyectos de operación y mantenimiento relacionados con el desarrollo de la red telefónica pública, la ampliación de la red de fibra óptica y la instalación de nuevos nodos de transmisión de datos.

La industria de servicios de Intermediación financiera y seguros se pronostica crezca a una tasa media de 6,3%, ligeramente inferior a la observada en el año 2002 cuando creció 6,6%.

Durante el año 2003, la actividad de Electricidad y agua se estima crecerá a una tasa de 5,2%, similar a la observada el año anterior, pues se espera que el dinamismo en las ventas de energía eléctrica a los sectores general, industrial y grandes industrias se mantenga en razón de las expectativas de mayor producción para parte de estas industrias. Adicionalmente, se prevé un repunte en la producción de agua pues se espera que el impacto del fenómeno del Niño este año sea moderado y la época seca sea más corta.

El valor agregado real de la actividad agropecuaria, se considera crecerá alrededor de un 2,7%, cifra bastante satisfactoria si se toma en cuenta que en el año 2002 este indicador mostró una caída de un 2,0%. Este incremento se debe, en su mayor parte, al dinamismo en las exportaciones de los llamados productos no tradicionales, especialmente piña, flores y follajes, melón y marginata, que en conjunto aportarán 1,5 puntos porcentuales a la variación del indicador general. También contribuirán a este crecimiento, aunque en menor grado, el aumento que se presume experimentará la producción de leche, la producción de frutas y hortalizas, las exportaciones de banano y la producción de café en fruta.

El volumen de las exportaciones de piña se estima alcance en el 2003 un incremento de aproximadamente un 10%. Hay que destacar que cifras preliminares de PROCOMER muestran que el volumen de las exportaciones de esta fruta alcanzó en el primer cuatrimestre de este año un aumento de un 32,5%, mientras que un año antes para ese mismo período se registró una caída de un 6,4%. Las exportaciones de esta fruta se encaminan a convertirse, después del banano, en el producto que más contribuye al valor de las exportaciones agropecuarias en el 2003, y ubica a Costa Rica como el primer exportador de piña fresca en el mundo. Este incremento en las ventas al exterior se explica principalmente por un aumento en el área cultivada como consecuencia de una mayor demanda, especialmente de la variedad Golden o Dorada, especie por la que se pagan altos precios en los mercados externos debido a la buena calidad del producto.

No menos promisorio que el de la piña es el mercado externo del melón el cual ha experimentado un crecimiento satisfactorio en los últimos años, aunque en el 2002 la producción cayera aproximadamente un 1% a causa de la bacteria *Acidovorax Avenae*. Según información de la Cámara Nacional de Meloneros, este año las ventas de melón en el exterior generarán una cifra superior a los \$62 millones. Esto se explica, de acuerdo con lo manifestado por algunos exportadores consultados, por un incremento en el área cultivada ante una mayor demanda y un aumento en el precio en dólares. Respecto a las exportaciones de banano, se debe señalar que aunque en los primeros cuatro meses del año este rubro muestra una caída, al finalizar el año 2003 las exportaciones de esta fruta crecerán en aproximadamente un 1%. La mayor parte de la caída en las exportaciones de esta fruta se dio en los dos primeros meses del año, como consecuencia de problemas climáticos (bajas temperaturas y exceso de lluvias) que afectaron la Zona Atlántica en diciembre del año pasado.

c) Perspectivas para el 2004

Se estima que el PIB crecerá en el 2004 alrededor de un 3,7%, excluyendo la producción de la IEAT y un 4,3% % incluyendo el aporte de esa industria. Lo anterior en razón del crecimiento esperado de los socios comerciales y de la moderación prevista en el ritmo de evolución de algunas industrias tales como la IEAT y la de comunicaciones , que han mostrado altos incrementos en el presenta año.

4. Sector Externo

a. Resultados del sector externo en los primeros meses del 2003

En la evolución de las principales transacciones con el sector externo durante los primeros meses del 2003, a partir de indicadores parciales, destacó:

- El déficit comercial acumulado a junio, fue inferior en \$366.0 millones al observado en igual periodo del 2002.
- La entrada física de turistas, por la vía aérea, aumentó 5,7% mientras que la salida un 4,9% en el primer trimestre de 2003.
- El déficit en cuenta corriente de 2,6 % del PIB en el primer semestre 2003, superó el registrado en igual lapso de 2002 (2,1%).
- Al cierre de junio, 2003, el saldo de activos externos netos en poder del Banco Central de Costa Rica, aumentó en \$193,3 millones con respecto al monto observado en diciembre de 2002.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
San José, Costa Rica

DM-346
Página 17

Evolución de las exportaciones de bienes <i>Millones de dólares y porcentajes</i>			
	Enero-mayo		
	2002	2003	Var 03/02
Totales	2150,6	2645,8	23,0%
Regulares	1033,0	1106,8	7,1%
<i>Tradicionales</i>	347,0	364,4	5,0%
Café	91,8	112,6	22,6%
Banano	218,5	230,2	5,4%
Carne	9,9	3,8	-61,9%
Azúcar	26,8	17,9	-33,3%
<i>No tradicionales</i>	686,0	742,3	8,2%
Piña	58,8	74,5	26,7%
Melón	54,8	65,8	20,1%
Yuca	10,0	10,1	0,8%
Flores y capullos	11,8	13,3	12,3%
Follaje	29,7	27,2	-8,5%
Plantas vivas	27,0	33,3	23,0%
Pescado	29,6	29,9	1,1%
Otros	464,3	488,3	5,2%
Regímenes especiales	1117,6	1539,0	37,7%
<i>Zonas Francas</i>	986,4	1399,5	41,9%
Sector Alta Tecnología	311,4	649,8	108,7%
Resto Zonas Francas	675,0	749,6	11,1%
<i>Perfeccionamiento Activo</i>	131,2	139,5	6,3%
<i>Exportaciones sin microprocesadores</i>	1839,2	1995,9	8,5%

Las cifras preliminares acumuladas a junio de 2003 ubicaron el déficit comercial en \$662,0 millones, inferior al observado en igual lapso de 2002 en \$363,7 millones. Las exportaciones de bienes registraron en este periodo, un aumento de 22,6%. En este resultado incidió tanto el mayor dinamismo de las exportaciones regulares como las de regímenes especiales.

Exportaciones regulares por región de destino <i>Cifras en millones de dólares y porcentajes</i>			
Región	Enero-mayo		Var. 03/02
	2002	2003	
Estados Unidos	354,2	396,0	12%
Unión Europea	261,8	272,9	4%
Centroamérica	211,3	236,5	12%
Caribe	53,1	60,9	15%
Asia	14,4	21,5	49%
Otros	138,3	119,0	-14%
Total	1.033,0	1.106,8	7%

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

San José, Costa Rica

**DM-346
Página 18**

En relación con las exportaciones regulares y con base en cifras desglosadas por productos para los primeros cinco meses del 2003, destacó el comportamiento del café, la piña, el melón, las flores y capullos, las plantas vivas, entre otros. En el grupo de los regímenes especiales, tanto el sector de alta tecnología como el resto de zonas francas y perfeccionamiento activo, mostraron comportamientos crecientes, dando lugar a un significativo aumento del 37,7% en este lapso. Finalmente, las exportaciones sin industria electrónica de alta tecnología, crecieron 8,5%.

Las exportaciones de productos regulares acumuladas a mayo de 2003 por región, registraron aumentos en todos sus destinos. El mercado estadounidense y el de la Unión Europea constituyeron los principales mercados para las exportaciones, seguidos de la región centroamericana.

Las compras externas de bienes durante el lapso enero-mayo del 2003, presentaron un aumento de 6,3% producto de las mayores adquisiciones de empresas públicas y privadas no vinculadas a los regímenes especiales de comercio exterior, mientras que las empresas de zonas francas redujeron sus importaciones en 14,1%.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
San José, Costa Rica

DM-346
Página 19

*Evolución de las importaciones de bienes
millones de dólares y porcentajes*

	Enero-mayo		Variación
	2002	2003	
Totales	3.013,5	3.203,7	6,3%
Regulares	2.010,5	2.324,3	15,6%
Hidrocarburos	172,1	243,1	41,3%
Automóviles	146,5	133,3	-9,0%
Electricidad y telecomunicaciones	73,2	154,0	110,4%
Resto	1.618,6	1.793,9	10,8%
Regímenes especiales	1.003,0	879,5	-12,3%
Z. Francas	897,2	771,0	-14,1%
Microprocesadores	551,8	460,9	-16,5%
Resto	345,5	310,1	-10,2%
P. Activo	105,8	108,4	2,5%
<i>Importaciones sin microprocesadores</i>	<i>2461,8</i>	<i>2742,8</i>	<i>11,4%</i>

En el aumento de las importaciones de mercancías regulares influyó el mayor valor de las compras de hidrocarburos, que aumentó \$71 millones con respecto a los \$172,1 millones adquiridos durante los primeros cinco meses del 2002. Esto, a su vez, obedeció al repunte en el precio promedio del cóctel; pasó de \$24,9 por barril en enero-mayo de 2002, a \$35,6 en igual periodo de 2003. Por su parte, las importaciones del sector de electricidad y telecomunicaciones aumentaron en \$80,8 millones, al pasar de \$73,2 millones a \$154,0 millones.

Las empresas amparadas al régimen de zonas francas, tanto la industria electrónica de alta tecnología como el resto de empresas, importaron menos en el periodo en comentario.

Por rubros, destacó el aumento en el valor de las importaciones de materias primas, bienes de capital y combustibles y lubricantes, mientras que el de bienes de consumo cayó y el de materiales de construcción se mantuvo en un nivel similar al de igual período del año precedente.

El superávit en la cuenta de servicios para el primer semestre de 2003, se mantuvo similar al observado en igual periodo del año precedente, al ubicarse en 3,3% del PIB, mientras que las transferencias corrientes fueron levemente más altas. La cuenta de renta también registró una erogación neta mayor, producto, principalmente, del aumento de las utilidades de las empresas de inversión extranjera directa.

El pago de intereses de la deuda pública externa acumulado a junio, registró un ligero aumento debido principalmente, a la erogación del Gobierno por concepto del vencimiento de intereses de los Eurobonos CR-12.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

San José, Costa Rica

DM-346

Página 20

En los primeros seis meses del 2003, el país contó con una mayor afluencia de recursos externos tanto orientados hacia el sector público como al sector privado. En efecto, en este lapso se colocó la sexta emisión de bonos soberanos, esta vez por un monto de \$450 millones en dos emisiones: una a cinco años plazo por \$200 millones y a una tasa de interés del 6,914%; otra por \$250 millones a 10 años plazo y a una tasa de 8,05%. Adicionalmente, ingresó el empréstito por \$100 millones del Credit Suisse al Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), y \$156 millones girados por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) al Banco Central para la cancelación del saldo de bonos Brady A.

Las amortizaciones también fueron mayores, destacando el pago de los bonos Brady serie A por \$156 millones y de \$50 millones al BCIE por parte del Banco Central, además de la cancelación de \$200 millones de bonos soberanos. No obstante, el capital público neto resultó mayor que el observado en el lapso enero junio de 2002.

El capital privado también registró un aumento en los primeros seis meses de 2003, en relación con igual periodo del año precedente. Pese a que los residentes de la economía costarricense adquirieron títulos transados en los mercados internacionales por cerca de \$70 millones, se registró un ingreso de capital privado por \$400 millones, cifra superior en \$60 millones a la del 2002. En efecto, la información derivada del mercado de cambios mostró un aumento en la oferta promedio diaria de divisas de \$1,6 millones mientras que la demanda se mantuvo en niveles similares.

Operaciones Cambiarias del Sector Privado

-promedios diarios en millones de dólares-

	Compras			Ventas		
	Exportaciones	Otros	Total	Importaciones	Otros	Total
Ene-May 2002	5,0	23,8	28,6	6,5	20,0	26,5
Ene-May 2003	4,4	25,8	30,2	5,1	21,4	26,5

Los flujos de inversión extranjera directa con cifras al primer trimestre 2003, resultaron inferiores en \$17,5 millones con respecto a iguales tres meses del año precedente. Este resultado fue consecuencia del incremento neto en el financiamiento de las empresas de zona franca a accionistas o casa matriz, ya que los rubros de capital y de utilidades acumuladas fueron superiores a los registrados en el primer trimestre del 2002. Este comportamiento, sin embargo, es consistente con lo programado en diciembre de 2002.

Finalmente, como consecuencia del balance neto de las transacciones reales y financieras los activos externos netos en poder del Banco Central de Costa Rica, al cierre de junio, 2003, registraron un aumento de \$193,3 millones con respecto al saldo observado a fines de diciembre del año previo.

b. Perspectivas para el resto del año

Las previsiones con el sector externo en el 2003, suponen un contexto caracterizado por un todavía escaso dinamismo de la economía internacional mientras el país continuaría con la política de inserción en la mercados internacionales a través de la consolidación de acuerdos comerciales destacando en este año el inicio de las negociaciones de un tratado de libre comercio Centroamérica con Estados Unidos (CAFTA). Además, la política cambiaria continuaría orientada a mantener su enfoque neutral en el mediano y largo plazo, tal como se ha caracterizado en los últimos años, mientras la afluencia de recursos provenientes de la inversión extranjera directa, permitiría aunque en niveles inferiores que en el año precedente, complementar el ahorro interno. A partir de este entorno y de los resultados parciales sobre el comportamiento con el sector externo en los primeros meses del año, el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos registraría un resultado negativo de 5,7% como proporción del PIB, porcentaje superior en un punto porcentual al inicialmente estimado en el programa monetario y levemente superior al registrado en el 2002 (5,6%).

Los factores explicativos del saldo negativo en la parte real de la balanza de pagos serían el deterioro en los términos internacionales de intercambio, el aumento en las importaciones del sector público (tanto por el incremento en la factura petrolera como por las mayores compras externas del sector de telecomunicaciones) y del sector privado y una mayor erogación por concepto de la renta de la inversión.

Entre los aspectos positivos previstos, destaca el mayor dinamismo de las exportaciones de mercancías generales así como de las empresas amparadas a los regímenes especiales de comercio exterior, tanto cuando se comparan con la programación de diciembre de 2002 como con los resultados del año precedente. Adicionalmente, las previsiones apuntan a que el país contará con mayores recursos externos lo que permitirá financiar el déficit en cuenta corriente, cancelar pasivos en moneda extranjera del BCCR por \$86 millones y además acumular activos externos por alrededor de \$35 millones.

En el resultado previsto para la cuenta corriente de la balanza de pagos para el 2003, destaca el aumento de las exportaciones de 14,4% bastante superior al 4,2% proyectado en la programación monetaria de finales del 2002. Esta mejora en las perspectivas sobre las ventas externas obedecería a un mejor panorama tanto en las exportaciones de mercancías generales como de las empresas amparadas a los regímenes especiales de comercio exterior.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
San José, Costa Rica

DM-346
Página 22

Comercio exterior de bienes para el 2003 <i>Tasa de crecimiento con respecto a igual periodo de 2002</i>			
Detalle	ene-may	jun-dic	total
Exportaciones totales	22,80%	8,60%	14,40%
Generales	7,10%	8,20%	7,70%
Microprocesadores	108,67%	17,55%	48,07%
Otras	9,87%	4,58%	6,67%
Importaciones totales	12,20%	5,50%	8,20%
Generales	15,60%	6,50%	10,20%
Microprocesadores	-16,67%	-17,60%	-17,15%
Otras	41,65%	25,93%	31,81%

Por su parte, la inferencia para las importaciones totales prevé un aumento de 8,2% con respecto al 2002, en contraste con la reducción contemplada previamente en el programa monetario. Este resultado supone un aumento de las importaciones de mercancías generales de 10,2% y una caída de más del 17% de las compras externas de la IEAT. Adicionalmente, las importaciones del resto de empresas de zonas francas y perfeccionamiento activo aumentarían en alrededor de un 32%.

El cambio en el programa se debe a varios elementos:

- a) Durante los primeros cinco meses del 2003, las importaciones de hidrocarburos aumentaron en \$71 millones con respecto a igual lapso de 2002 situación que fue consecuencia del clima geopolítico adverso prevaleciente a inicios de año; y aunque se supone una reducción en la cotización internacional del petróleo para el resto del año, la factura petrolera alcanzaría los \$472,8 millones, monto superior al de \$422,7 millones del 2002 y a los \$445,8 millones previstos en la programación monetaria de fines del año precedente.
- b) Las importaciones del ICE se estiman en \$82 millones más a las programadas originalmente y en \$103.0 millones a las del 2002.
- c) Otro elemento explicativo del cambio en las perspectivas de las compras externas radica en las mayores importaciones de materias primas producto de la mayor actividad económica del país.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

San José, Costa Rica

**DM-346
Página 23**

Los resultados observados en la primera parte del año y la inferencia para los meses restantes, suponen una cuenta de servicios levemente superior a la observada en el 2002 e inferior a la prevista inicialmente en el programa monetario. Estos cambios estarían explicados fundamentalmente por la menor afluencia de turistas respecto a lo programado para el cierre del 2002, lo cual aún con el repunte observado en los primeros meses del 2003 conllevaría a una reducción en el aporte previsto por este sector en el 2003 con respecto al programado.

Con respecto a la cuenta de renta, se prevé una erogación neta de \$898 millones cifra superior a la registrada en el año previo pero menor a la programada en diciembre 2002. A partir del comportamiento observado en los primeros cuatro meses del 2003 y las previsiones para el resto del año, se espera un aumento importante de las utilidades distribuidas por parte de las empresas de inversión extranjera, incluyendo además, un repunte en las utilidades de la industria de alta tecnología. Por su parte, debido al pago anticipado (no contemplado en la programación de diciembre de 2002) de los Bonos Brady por \$156 millones y la constitución de un crédito con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) con ese fin, el Banco Central propició un ahorro en el pago de intereses de cerca de \$4 millones. Adicionalmente, la cancelación del crédito con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) por \$50 millones redujo el pago de intereses para el 2003.

La cuenta financiera en el 2003 registraría una afluencia de recursos externos levemente superior a la observada en el 2002. Si bien se espera que el sector público cuente con un monto mayor de financiamiento externo, el sector privado registraría una caída tanto por menores flujos de inversión extranjera directa de aproximadamente \$196.0 millones, como del resto del capital privado (\$115.0 millones menos).

Los desembolsos del sector oficial registrarían un aumento de \$525 millones destacando la colocación de \$450 millones realizada por el Gobierno a principios de 2003, el crédito solicitado por el Banco Central al FLAR para el pago adelantado de los bonos Brady serie A por \$156 millones y los recursos que ingresarán para el ICE donde sobresale el empréstito del Credit Suisse por \$100 millones, la emisión de bonos por \$40 millones para ser colocados en los mercados internacionales y el financiamiento del BID a esta institución por \$61 millones, entre otros.

Las amortizaciones también se prevé aumentarán en el 2003. En efecto, el Banco Central canceló un crédito por \$50 millones con el BCIE y los bonos Brady serie A por \$156 millones. Además se espera no renovar \$86 millones en títulos en moneda extranjera colocados en subasta de años anteriores. Por su parte el Gobierno canceló \$200 millones de bonos soberanos y deberá amortizar obligaciones con organismos bilaterales y multilaterales por un monto superior a los \$100 millones. Finalmente, el Resto del Sector Público deberá cancelar al cierre de 2003 cerca de \$90 millones.

Si bien los flujos de inversión extranjera directa previstos para el 2003 serían menores que los de 2002, alcanzarían un monto significativo de \$466 millones lo que en términos del PIB representaría un 2,7%. El aporte de empresas de zonas francas tales como FTZ Coca Cola Industrias, Abbott Laboratories, Componentes Intel, continúa siendo significativo. Adicionalmente, los proyectos del sector turístico como el Complejo Four Seasons y el de Rondaya María generarían recursos por \$50 millones en este año, mientras otras empresas de inversión extranjeras no incluidas en los regímenes especiales, como Alterra Partners, Industria Akron de CA. y Centro Comercial Multiplaza, complementarían el flujo de recursos hacia el país.

El capital privado, excluidos los recursos por concepto de inversión extranjera directa, registraría un ingreso neto inferior al observado en el 2002 y alcanzaría los \$213 millones.

c. Programa 2004

Las perspectivas de las transacciones con el sector externo para el 2004 sugieren un déficit en cuenta corriente de 4,9% como proporción del PIB, inferior al proyectado para el 2003 de 5,7%. Este resultado sería factible a partir de una reducción en el déficit comercial que podría pasar de 8,4% a 7,5% del PIB, del 2003 al 2004. Adicionalmente, la cuenta de servicios se prevé más superavitaria lo cual sería parcialmente compensado por un deterioro en la cuenta de renta de factores.

La mejora en la cuenta de bienes sería consecuencia del aumento en las exportaciones de 12,9%, superior al aumento de las compras externas de 8,9%. El balance más positivo de las exportaciones obedecería a un repunte en las ventas de café, al mayor dinamismo de las exportaciones de productos no tradicionales como la piña, el melón y productos industriales y, sobretodo, a la reactivación que mantendría el sector de alta tecnología, el cual aumentaría las ventas al exterior en un 33%. El mejor panorama en el desempeño de la actividad económica mundial podría validar la premisa de un repunte en la demanda externa.

Principales Componentes de la Balanza de Pagos

Cifras como proporción del PIB

Componente	2003	2004
Cuenta corriente	-5.7%	-4.9%
Cuenta comercial	-8.4%	-7.5%
Balance de servicios	6.8%	7.2%
Balance de renta	-5.1%	-5.8%
Flujos de capital	6.4%	5.2%
Flujo de capital privado	3.9%	3.8%
Inversión directa	2.7%	2.3%

El aumento en las importaciones de bienes de 8,9% se explicaría por las mayores adquisiciones de mercancías regulares (excluyendo hidrocarburos y las orientadas al sector de telecomunicaciones y energía), toda vez que el escenario plantea una reducción en el precio del crudo de \$30,5 por barril en el 2003 a \$28,75 en el 2004. Con este supuesto y pese al aumento en la cantidad de barriles de quinientos mil, la factura petrolera caería en cerca de \$13 millones. Por su parte, las importaciones del sector de telecomunicaciones y energía estarían reduciéndose aproximadamente en \$60 millones.

Paralelamente al aumento de las importaciones de mercancías regulares, las compras externas de las empresas amparadas a los regímenes especiales de zonas francas aumentarían un 26,4% mientras las de perfeccionamiento activo caerían un 6,4%. Tanto la industria electrónica de alta tecnología como el resto de empresas de zonas francas registrarían mayores adquisiciones del exterior.

La cuenta de servicios continuaría mostrando mayor dinamismo, el cuál estaría asociado con los mayores ingresos por turismo y de otros servicios como los de informática e información, otros servicios empresariales y comunicaciones. En efecto, el ingreso físico de turistas proyectado para el 2004 contempla un aumento de 6% mientras que el de las salidas se mantendría en 3,0% con respecto al 2003. En conjunto, el ingreso neto por servicios aumentaría en 10,8%.

El déficit del rubro de renta ascendería a \$1046 millones, lo que en términos del PIB representaría un 5,8%, superior en 0,7% al proyectado en el 2003. Este comportamiento estaría explicado tanto por las mayores utilidades que generaría la industria electrónica de alta tecnología como las del resto de empresas de inversión extranjera.

El flujo neto de activos y pasivos financieros ascendería a \$938 millones, cifra inferior a la proyectada en 2003 pero suficiente para financiar el déficit en el sector real de la balanza de pagos e incluso acumular activos externos netos en \$50 millones. Se prevé un ingreso neto más bajo de capital tanto público como privado, lo que sería explicado en el primer caso por el supuesto de un menor financiamiento del resto del sector público no financiero en los mercados internacionales, mientras que en el segundo básicamente por menores flujos de inversión extranjera directa.

5. Sector público global reducido ^[5]

a) Diagnóstico de la situación financiera del sector público:

Según cifras preliminares, el déficit del Sector Público Combinado Reducido, acumulado a junio del 2003, representó un 1,83% del PIB, lo que implicó una disminución de 0,61 puntos porcentuales (p.p.) en relación con el de igual período de un año antes. Lo anterior obedeció al menor desbalance de gastos e ingresos generado por el Gobierno Central, lo cual más que compensó el deterioro en el resultado financiero del Banco Central de Costa Rica y el menor superávit generado por el resto del sector público no financiero.

<i>Resultado Financiero del Sector Público Combinado Reducido</i>		
<i>Cifras acumuladas a junio como porcentaje del PIB</i>		
	<u>2002</u>	<u>2003</u>
<i>Total S P C</i>	-2,44	-1,83
<i>B C C R</i>	-0,68	-0,72
<i>S P N F:</i>	-1,75	-1,11
<i>Gobierno Central</i>	-1,79	-1,13
<i>RSPNF</i>	0,04	0.02

Fuente: Elaboración propia de la sección de estadísticas monetarias y fiscales
con información suministrada por el Ministerio de Hacienda e instituciones públicas.

El déficit del Gobierno Central, acumulado a junio del 2003 fue inferior en 0,66 puntos porcentuales del PIB al observado en igual lapso del 2002, producto de un crecimiento de los ingresos superior al de los gastos. Mientras los ingresos crecieron a una tasa de 16.1%, superior en 2,1 p.p a la observada un año antes (14%), los gastos aumentaron un 6,6%, 13,5 p.p menos que en igual período del 2002.

Entre los factores que contribuyeron a aumentar los ingresos fiscales en el primer semestre del 2003 en comparación con el mismo período del año anterior, destacan: ^[6]

- El aumento de 30% (¢22.731 millones) en el ingreso proveniente del impuesto sobre la renta, explicado por la aplicación de la Ley de Contingencia Fiscal, la amnistía tributaria que venció el pasado 30 de abril y el primer pago parcial de renta del 2003.
- El aumento por alrededor de ¢42.300 millones en la recaudación por “otros impuestos”, partida dentro de la cual se incluye el impuesto selectivo a los combustibles y bebidas alcohólicas. Esta variación se vio afectada por una reclasificación de importación de hidrocarburos por parte de la Refinadora Costarricense de Petróleo para diversos usos, la cual el año anterior se clasificó como ingreso por impuestos aduaneros.

- El incremento en el ingreso por impuesto de ventas por 2,8% (¢2.136 millones) también asociado a la amnistía tributaria decretada por el Gobierno.

La evolución de los egresos en el periodo en comentario estuvo determinada en gran medida por la directriz que limitó el crecimiento del gasto total de los ministerios e instituciones en el 2003 con respecto al año anterior a un máximo de 5,9%. Los gastos de capital se redujeron en 35.3%, especialmente las transferencias (27.8%).

El comportamiento de los ingresos y gastos totales del Gobierno llevó a una disminución de su déficit total, un superávit primario^[2] en los primeros seis meses del año de ¢65.385 millones, prácticamente el triple del observado el año anterior, y una caída en el resultado por intereses como proporción del PIB, con respecto al año anterior. Estos resultados se ilustran en el siguiente cuadro.

<i>Situación Financiera del Gobierno Central a junio de cada año</i>		
<i>Cifras en porcentajes del PIB</i>		
	<i>2002</i>	<i>2003</i>
<i>Déficit financiero total</i>	-1,79 %	-1,13 %
<i>Superávit primario</i>	0,33 %	0,94 %
<i>Pago de intereses</i>	-2,12 %	-2,07 %

En cuanto al financiamiento neto requerido, el Gobierno atendió sus necesidades de caja y otras obligaciones financieras principalmente mediante endeudamiento externo neto por ¢76.569 millones, dentro del cual destaca la colocación neta de \$250 millones de bonos en los mercados internacionales. En cuanto al financiamiento interno neto, se obtuvieron recursos por ¢2.206 millones, monto relativamente bajo debido a la estrategia seguida por el Gobierno de endeudarse en el exterior.

El resto del Sector Público no Financiero Reducido presentó un menor superávit que el año anterior, destacando el mayor dinamismo de los ingresos de la CCSS, que compensó parcialmente el deterioro financiero de la Refinería Costarricense de Petróleo (RECOPE) y el déficit generado por el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE). En este último caso, el aumento en el déficit obedeció al incremento de los desembolsos por compra de combustibles de RECOPE, producto del alza que se dio en los precios internacionales del cóctel de petróleo^[8], ocasionada principalmente por la tensión que se vivió internacionalmente a raíz de la guerra en Irak, y de los conflictos internos ocurridos en otros países productores de petróleo.

Por último, el déficit del Banco Central aumentó cerca de ₡8.697 millones en el primer semestre del 2003 con respecto al mismo periodo del 2002, como consecuencia básicamente del aumento en el pago de intereses sobre los bonos de estabilización monetaria por ₡17.370 millones. La decisión del Gobierno de la República de no mantener el plan de capitalización del Banco Central en el 2002 y el 2003 conjuntamente con la mayor absorción del Banco Central para neutralizar la monetización provocada por el uso más intenso por parte del Ministerio de Hacienda, en el primer semestre, de los recursos provenientes de los bonos colocados en el exterior y la necesidad de neutralizar el efecto monetario generado por el aumento de las RIN, originó un aumento en el saldo promedio de colocación de Bonos de Estabilización Monetaria de ₡110.421 millones respecto al saldo medio observado al finalizar el 2002, con su consiguiente incremento en el pagos de intereses de esos pasivos.

b) Perspectivas para el 2003 y 2004.

En el siguiente cuadro se presentan las proyecciones de la situación financiera del Sector Público Global Reducido (SPGR) a diciembre del 2003 y diciembre del 2004, según la última información del Ministerio de Hacienda y estimaciones del Banco Central.

Sector Público Global Reducido
Resultado financiero estimado para el 2003 y 2004
cifras en porcentajes del PIB

	2003		2004
	Programa	Revisión	
Total SPGR	-3,1	-4,1	-3,2
BCCR	-1,3	-1,5	-1,4
SPNF:	-1,8	-2,6	-1,8
Gobierno	-3,1	-2,8	-2,5
RSPNF	1,2	0,2	0,7

Fuente: Ministerio de Hacienda y BCCR.

Según las nuevas estimaciones del Ministerio de Hacienda y del Banco Central, el déficit de SPGR alcanzará este año el 4,1% del PIB, cifra mayor en un punto porcentual del PIB al desbalance previsto en el programa monetario inicial (3,1% del PIB). Este nuevo resultado obedece a que el resto del SPNFR presentará un superávit menor y el Banco Central, un déficit mayor, en un punto porcentual y 0,2 puntos porcentuales del PIB, respectivamente, en relación con los resultados previstos inicialmente. Adicionalmente, el Gobierno Central disminuiría su déficit en 0,3% del PIB como resultado de un incremento en la recaudación, acompañado de una reducción del gasto. El menor superávit del resto de instituciones del Sector Público no Financiero se explica, principalmente, por el déficit que presentaría el Instituto Costarricense de Electricidad (¢23.000 millones) y por la reducción esperada en el superávit de la Caja Costarricense del Seguro Social como consecuencia de los mayores gastos de inversión que realizarán, ambas instituciones, durante el 2003.

Por debajo de la línea, la nueva situación del Sector Público no Financiero se presenta en el siguiente cuadro. Ésta supone una mayor dependencia relativa del Gobierno Central por el financiamiento interno neto, en particular, del proveniente de la colocación de títulos valores entre los bancos comerciales y entre las instituciones del sector público no financiero, así como del uso de parte de sus depósitos en moneda nacional y extranjera en el BCCR. Como resultado de lo anterior; el Gobierno estaría colocando en términos netos ¢13.500 millones en títulos al sector privado. Por otra parte, dentro del financiamiento externo neto destaca la colocación neta de bonos por \$250 millones.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

San José, Costa Rica

DM-346
Página 30

PROGRAMA MONETARIO 2003 y 2004

Resultado Financiero del Sector Público no Financiero estimado para 2002, 2003 y 2004

- cifras en millones de colones y % del PIB -

	PROGRAMA MON.INICIAL						REVISIÓN			ESTIMACIÓN		
	2 0 0 2			2 0 0 3			2 0 0 3			2004		
	GOB- CTRAL	RESTO SPNF	TOTAL	GOB- CTRAL	RESTO SPNF	TOTAL	GOB-CTRAL	RESTO SPNF	TOTAL	GOB- CTRAL	RESTO SPNF	TOTAL
Resultado Financiero Total	-262.965	20.846	-242.119	-208.952	82.631	-126.321	-191.839	12.296	-179.543	-198.469	55.572	-142.897
% del PIB	-4,3%	0,3%	-4,0%	-3,1%	1,2%	-1,8%	-2,8%	0,2%	-2,6%	-2,5%	0,7%	-1,8%
Financiamiento Neto Requerido	262.965	-20.846	242.119	208.952	-82.631	126.321	191.839	-12.296	179.543	198.469	-55.572	142.897
% del PIB	4,3%	-0,3%	4,0%	3,1%	-1,2%	1,8%	2,8%	-0,2%	2,6%	2,5%	-0,7%	1,8%
1. Financiamiento Externo Neto:	69.762	-11.220	58.542	91.318	29.778	121.096	76.344	75.121	151.465	99.459	32.070	131.529
% del PIB	1,1%	-0,2%	1,0%	1,3%	0,4%	1,8%	1,1%	1,1%	2,2%	1,2%	0,4%	1,7%
1.1. Préstamos neto	-14.216	-15.252	-29.467	-12.102	29.778	17.676	-17.573	79.188	61.615	-10.321	32.070	21.749
i. Desembolsos	29.328	14.141	43.469	23.017	60.401	83.418	31.673	110.516	142.189	35.786	70.436	106.222
ii. Amortizaciones	-43.544	-29.393	-72.937	-35.119	-30.624	-65.743	-49.246	-31.328	-80.574	-46.108	-38.365	-84.473
1.2. Bonos BCIE	-5.985	0	-5.985	3.767	0	3.767	-5.736	0	-5.736	0	0	0
1.3. Otro externo neto	89.963	4.032	93.994	99.653	0	99.653	99.653	-4.067	95.585	109.780	0	109.780
2. Financiamiento Interno Neto:	193.204	-9.626	183.577	117.634	-112.409	5.225	115.495	-87.417	28.078	99.010	-87.642	11.368
% del PIB	3,2%	-0,2%	3,0%	1,7%	-1,6%	0,1%	1,7%	-1,3%	0,4%	1,2%	-1,1%	0,1%
2.1. Crédito neto de B C C R	19.567	6.792	26.359	35.359	-1.078	34.281	45.529	-1.347	44.182	-109.780	-1.081	-110.861
i. Depósitos M/E	21.988	0	21.988	0	0	0	23.589	0	23.589	0	0	0
ii. Bonos neto	-404	5329	4.925	0	0	0	0	0	0	0	0	0
iii. Otro neto	-2.214	1.463	-751	29.063	-1.078	27.985	21.940	-1.347	20.593	-109.780	-1.081	-110.861
iv. Ajustes por revaluaciones	197	0	197	6.296	0	6.296	0	0	0	0	0	0
2.2. Crédito neto de bcos. comerciales	60.730	-17.727	43.003	-32.703	-28.700	-61.403	44.136	-73.774	-29.638	-4.164	-30.989	-35.153
i. Crédito neto	-6.591	-17.727	-24.318	-2.703	-28.700	-31.403	-3.612	-73.774	-77.386	-4.164	-30.989	-35.153
ii. Bonos neto	67.321	0	67.321	-30.000	0	-30.000	47.748	0	47.748	0	0	0
iii. Ajustes por revaluaciones												
2.3. Colocación neta tít. de propiedad:	103.369	1.030	104.399	121.274	-82.631	38.643	25.830	-12.296	13.534	212.954	-55.572	157.382
i. Sector público no financiero (muestra)	-1.030	1.030	0	82.631	-82.631	0	12.296	-12.296	0	55.572	-55.572	0
ii. Resto de sector público	14.814	0	14.814	25.000	0	25.000	0	0	0	0	0	0
iii- Sector privado	89.585	0	89.585	13.643	0	13.643	13.534	0	13.534	157.382	0	157.382
2.4. Otro interno neto	9.538	279	9.817	-6.296	0	-6.296	0	0	0	0	0	0
2.5. Residuo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Supuestos:												
PIB (millones de colones)		6.076.083			6.828.922			6.955.091			7.970.513	
Tipo de cambio promedio		359,85			398,87			398,61			439,12	
Déficit BCCR		-86.651			-88.611			-107.772			-113.330	
Déficit BCCR (% del PIB)		-1,4%			-1,3%			-1,5%			-1,4%	
Déficit SPG (% del PIB)		-5,4%			-3,1%			-4,1%			-3,2%	

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
San José, Costa Rica

DM-346
Página 31

En el resto del sector público, se prevé un financiamiento externo neto equivalente a 1,1% del PIB, monto que incluye la emisión de bonos por US \$40 millones autorizada al ICE y el desembolso a esta institución de US \$100 millones de parte del Credit Suisse. El porcentaje mencionado implica un incremento de 0,7 puntos porcentuales del PIB, con respecto a lo originalmente previsto.

El nuevo déficit previsto para el Gobierno Central (2,8% del PIB) implica una reducción con respecto al observado en el 2002 (4,3% del PIB). Este comportamiento del déficit obedece al efecto del plan de racionalización del gasto en todo el sector público implementado por las actividades gubernamentales bajo la directriz de que los egresos de cada Ministerio e Institución Pública no crezca en el 2003 más de un 5.9% con respecto al gasto del 2002. Adicionalmente la aprobación de la Ley de Contingencia Fiscal (LCF), con una duración de doce meses a partir de su promulgación ha allegado recursos adicionales al fisco, por la vía de una mejor eficiencia en la recaudación tributaria y la creación de nuevos tributos “temporales”^[9].

El déficit proyectado para el Banco Central se espera aumente a 1,5% del PIB, porcentaje superior en 0,1 puntos porcentuales del PIB al del 2002 y superior en 0,2 puntos con respecto a lo estimado en el programa monetario.

Este incremento en el déficit obedece, principalmente a una mayor colocación de BEM en razón de las mayores necesidades de absorción monetaria que enfrentó el BCCR en virtud de un incremento en las RIN no prevista en el programa y a la necesidad de esterilizar la monetización de parte de los \$250.0 millones en bonos que colocó el gobierno a principios de año.

El Programa Monetario original, fue diseñado con el supuesto de una caída en la tasa de interés media de las OMA, situación que no se presentará en su totalidad pues gran parte de las colocaciones se realizaron con antelación a la baja en la tasa de referencia y a que los inversionistas, en el caso de la subasta conjunta, han concentrado sus operaciones en plazos mayores. Además la participación relativa de las inversiones de corto plazo en las OMA ha disminuido.

Cabe mencionar que el aumento en la tasa de encaje mínimo legal permitió absorber aproximadamente ₡64.000 millones y \$150 millones por la aplicación del mayor requisito tanto a obligaciones en moneda nacional como extranjera. De no haberse implantado esta medida, las necesidades de colocación de OMA habrían sido mayores en dicho monto.

6. Sector Monetario

a. Evolución de los pasivos monetarios

En el primer semestre del 2003 la liquidez del Sistema Bancario Nacional creció a una tasa media anual de 19,5%, tasa superior a la experimentada en igual periodo de los dos años previos (17,2% y 15,1% para el 2001 y el 2002, en su orden).

Cuadro 1 ^{a/}
Tasa media de crecimiento anual a junio

Año	M1	Cuasidinero		Liquidez total
		Colones	Dólares	
2001	14,1%	14,8%	21,3%	17,2%
2002	11,5%	7,7%	22,9%	15,1%
2003	24,0%	17,1%	18,9%	19,5%

Aporte a la tasa de crecimiento:

2001	4,0%	5,9%	7,4%	17,2%
2002	3,4%	4,8%	6,9%	15,1%
2003	4,5%	6,1%	8,8%	19,5%

a/ Con base en saldos a fin de mes. La información de junio del 2003 es preliminar.

b/ Valorado en moneda nacional al tipo de cambio del cierre de cada mes.

Como se puede observar en el cuadro anterior, las obligaciones cuasimonetarias explican cerca del 77% del crecimiento de la liquidez apuntado para el 2003. Dentro del cuasidinero, las denominadas en dólares siguen siendo las de mayor crecimiento e importancia, destacando en estas últimas las cuentas corrientes y las cuentas de ahorro a la vista.

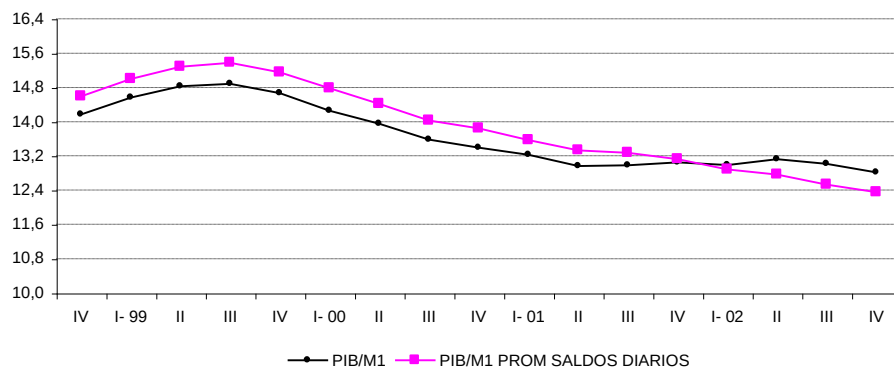
El medio circulante (M1) fue el componente de la liquidez total que exhibió la mayor tasa de crecimiento (24,0%, en promedio, en el primer semestre), aportando cerca de 4,5 puntos porcentuales al crecimiento de la liquidez del 2003^[10]. Sin embargo, en julio la tasa de crecimiento interanual en este agregado se ha desacelerado hasta ubicarse en 23,3%, siete puntos porcentuales menos que la tasa de variación registrada al cierre de junio. Esto porque el incremento en los depósitos de cuenta corriente ocurrido a partir de julio del 2002, como consecuencia de los mayores depósitos (en cuenta corriente) de las instituciones públicas en los bancos estatales, ya fue absorbido, lo cual hace que las bases sean comparables.

La aceleración en la tasa de crecimiento del M1 que se observa con la información de saldos a fin de mes, no ocurre al utilizar el promedio de saldos diarios, pues en este último caso la tasa media anual a mayo del 2003 fue de 20.4%, muy similar a la registrada en el año 2002.

En el 2003, la composición de la liquidez total por moneda, no registró ningún cambio con respecto al año 2002 y las obligaciones en dólares siguen representando cerca del 45% de este agregado; al menos la liquidez en moneda nacional mostró una tasa de crecimiento similar a la de la moneda extranjera y presentó mayor dinamismo al comportamiento observado en el año anterior. Este repunte del ritmo de crecimiento de la liquidez en colones se presentó aún cuando el premio por invertir en instrumentos denominados en colones, se mantuvo en un nivel cercano a los tres puntos porcentuales, en el primer semestre del 2002 y del 2003.

Continuando con la tendencia observada desde el tercer trimestre de 1999, la velocidad de circulación del dinero se redujo, es decir, los agentes económicos mantuvieron más saldos de dinero altamente líquido para realizar sus transacciones, situación que podría tener sustento en la relativa estabilidad en el crecimiento de los precios internos y para este año en particular en el mayor dinamismo de la actividad económica^[11] y en la reducción de la tasa de interés básica en alrededor de uno y medio puntos porcentuales, que reduce el costo de oportunidad de mantener activos más líquidos.

Velocidad de circulación del M1



BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

San José, Costa Rica

DM-346

Página 34

Al término de junio del 2003, la base monetaria disminuyó con respecto al saldo observado en diciembre del 2002 en ₡16.106 millones; en igual periodo del 2002 la reducción fue ₡43.930 millones. Aún cuando la caída de la base monetaria en los primeros meses del año es estacional, producto de menores necesidades de activos líquidos por parte del público con respecto a diciembre, en este primer semestre se ha observado un importante repunte del índice de actividad económica el cual justifica, en parte, la menor caída de la base monetaria en el 2003. Otro elemento que explica la menor caída de la BM en este año fue el incremento de cinco puntos porcentuales en la tasa del encaje mínimo legal^[12], cuyo efecto inicial se refleja en un incremento en los depósitos de los bancos en el BCCR; los primeros meses del 2002 se registró un comportamiento contrario debido a una reducción en las tasas del EML.

Según el origen, la reducción de la base monetaria entre diciembre 2002 y junio 2003 se explica por el efecto contractivo ejercido por el aumento de las operaciones de mercado abierto (bonos de estabilización monetaria e inversiones de corto plazo) que más que compensó el efecto expansivo originado por las operaciones con el sector externo, las pérdidas del Banco Central, la reducción de los depósitos del Gobierno y la monetización de \$100 millones de los depósitos mantenidos por el Gobierno en esta institución. En el siguiente cuadro se sintetizan los movimientos expansivos y contractivos que explican el cambio acumulado (respecto de saldo de diciembre del año anterior) de la base monetaria

Cuadro 2
Factores de expansión y contracción de la Base monetaria
flujos en millones de colones
(junio 2003 – diciembre 2002)

	2002	2003
Factores expansivos:	<u>47.278</u>	<u>157.384</u>
SICP	3.609	
Depósitos del Gobierno	2.771	17.933
Monetización del Gobierno		37.294
Depósitos del S. Público No Financiero	2.934	
Déficit BCCR	32.922	31.617
Operaciones cambiarias	5.042	67.295
Otros expansivos		3.245
Factores contractivos:	<u>91.208</u>	<u>173.490</u>
Depósitos del resto del sistema financiero	2.503	14.290
BEM	74.226	140.345
SICP		15.937
Depósitos del S. Público No Financiero		2.918
Otros contractivos	14.479	
Cambio Acumulado en la Base Mon.	-43.930	-16.106

Respecto al medio circulante, la reducción observada en el saldo entre diciembre 2002 y junio 2003 (¢47.700 millones) obedeció al efecto conjunto de la disminución en la base monetaria y del multiplicador. En cuanto a este último se observó una reducción de un nivel de 2,02 en diciembre del 2002 a 1,84 a finales de junio 2003, comportamiento determinado, básicamente, por el incremento en la tasa del encaje mínimo legal de cinco puntos porcentuales efectuado en el primer trimestre del año.

Por último, agregados monetarios más amplios como la riqueza financiera del sector privado^[14] (medida en saldos a fin de mes) fueron menos dinámicos en relación con lo observado un año atrás. La tasa media anual de crecimiento de este agregado se estima en un 16,3% para el primer semestre del año, menor a la resultante en igual período del 2002 (18%). A nivel de componentes, este comportamiento reflejó:

- Un mayor dinamismo de las operaciones en moneda extranjera^[15], que incrementó su participación relativa de un 43,3% en los primeros seis meses del 2002 a un 46,4% en igual periodo del 2003. De esta manera, la demanda por instrumentos en colones creció a una tasa media anual en el primer semestre del 2003 en 10%, en tanto, el componente en dólares (sin considerar el efecto cambiario) mostró una tasa de 12,5%. Parte de la desaceleración de la riqueza en colones podría estar influenciada por la menor oferta de títulos en moneda nacional por parte del Gobierno, pues ha aplicado una política de sustitución de deuda interna por deuda externa.
- Durante el lapso en comentario las grandes subcategorías de la riqueza financiera: numerario en poder del público e instrumentos emitidos por el Gobierno presentaron menor dinamismo que en el 2002. Parte de estas captaciones dejadas de realizar por el Gobierno en el primer semestre del 2003 (cerca de ¢150.000 millones) fueron compensadas por el incremento de ¢193.400 millones en el saldo de BEM.

Tasa de crecimiento media anual del primer semestre de la Riqueza
Financiera privada y de sus componentes (cifras en porcentajes)

	2002	2003
Riqueza Financiera Sector Privado	18,0	16,3
Numerario en poder del público	12,3	7,9
Depósitos Bancarios	14,9	16,2
Títulos de BCCR	52,2	73,5
Títulos de Gobierno	15,7	-14,1

Con base en saldos a fin de mes.

b. Crédito interno neto del Sistema Bancario Nacional

El saldo del crédito interno neto total al 20 de junio del 2003 alcanzó ₡1.744,8 miles de millones^[16], monto superior en un 1,5% al saldo observado en diciembre del 2002. Este resultado reflejó el incremento en el crédito al sector privado cuyo efecto fue parcialmente compensado por una reducción en el crédito neto al sector público.

La contracción del crédito al sector público por ₡44.700 millones obedeció a un aumento de los depósitos de las entidades públicas en los bancos comerciales, efecto parcialmente compensado, por un incremento en el crédito otorgado por los bancos comerciales al Gobierno, este último por medio de un aumento en la tenencia de títulos fiscales.

En lo que respecta al crédito al sector privado, éste creció a una tasa media anual de un 20% durante los primeros seis meses del 2003, tasa menor a la mostrada en igual período del año previo (26%). En términos absolutos, el incremento en el crédito fue de ₡110.000 millones respecto a diciembre (contempla efecto cambiario) y, de dicho aumento el 70% fue concedido en moneda extranjera, principalmente por la banca privada.

c. El déficit del Banco Central

A junio del 2003, el estado de resultados del Banco Central de Costa Rica, metodología cuentas monetarias, presentó un déficit de ₡ 50.180 millones, superior en un 21 % al observado en igual período del año anterior. Mientras los ingresos crecieron en ₡2.865 millones (26,7 %) en relación a los registrados en igual período del año anterior, los egresos aumentaron en ₡11.552 millones (22,1 %).

En términos generales, el aumento por ₡ 8.697 millones en el déficit del Banco Central en los primeros seis meses del año, se debe, principalmente, a las pérdidas generados por el mayor nivel de reservas internacionales y a un incremento del costo de las operaciones de mercado abierto en alrededor de dos puntos porcentuales. Mantener un nivel adecuado de reservas internacionales contribuye a dar una mayor confianza a la operación del régimen cambiario, sin embargo, generan pérdidas financieras a la institución debido a que el rendimiento de esos fondos usualmente resulta por debajo del costo de las operaciones de mercado abierto necesarias para compensar su efecto expansivo.

Al analizar las principales partidas de ingresos y gastos, se observó que básicamente los mayores gastos de intereses por Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) explican el ascenso de las pérdidas del Banco Central de Costa Rica. Ese comportamiento obedece tanto a un incremento en el nivel promedio de esos títulos como a un aumento en la tasa de interés de esos pasivos. El nivel promedio de BEM se incrementó en ₡ 164.824 millones (88 %) en relación al registrado en similar período del año anterior y el costo medio subió de una tasa de 17,9 % a un 19,7 %. Aunque a partir de marzo del 2003, el Banco Central ha realizado ajuste hacia la baja en la tasa de referencia de los BEM (1,84 p.p.), ese efecto no se ha reflejado en toda su magnitud en el costo de esas obligaciones debido a que buena parte del saldo vigente se colocó en períodos anteriores a esta medida y además los inversionistas financieros han cambiado sus preferencias por plazos más largos, cuyas tasas son más elevadas. Entre las principales razones que explican el aumento en la colocación de BEM sobresalen:

- i) la necesidad de neutralizar las expansiones que originaron las operaciones del sector privado en MONED,
- ii) la expansión monetaria producto de la disminución de los depósitos mantenidos por el Gobierno en el Banco Central,
- iii) neutralizar el efecto expansivo de las pérdidas de la Institución.
- iv) compensar la expansión monetaria que generó la utilización de los depósitos en dólares por parte del Gobierno para el pago de la deuda interna.

d. Tasas de interés

Durante el primer semestre del año 2003, la Tasa Básica Pasiva Neta registró una caída de 1,5 p.p. con respecto a diciembre 2002, explicada principalmente por la disminución de 1,84 p.p. en las tasas de referencia a seis meses de los títulos valores ofrecidos en la Subasta Conjunta del Ministerio de Hacienda y del Banco Central de Costa Rica. Esta reducción obedeció a las menores necesidades de financiamiento del Ministerio de Hacienda en el mercado interno y al exceso de liquidez en los mercados de dinero, lo cual motivó a las autoridades a modificar la estructura de tasas de referencia en marzo y mayo del presente año.

En términos reales, la tasa básica mostró en el primer semestre del 2003 un rendimiento de 4,0 p.p. mientras que en el mismo periodo el premio promedio respecto a las opciones ofrecidas por el Sistema Bancario Nacional en moneda extranjera a seis meses se ubicó en 1,34 p.p. En el caso de la tasa de referencia a seis meses de los títulos ofrecidos en la Subasta Conjunta, el rendimiento promedio en términos reales fue de 6,2 % mientras que el premio promedio se ubicó en 3,22 p.p., lo que significó una reducción de más de medio punto porcentual respecto al ofrecido, en promedio, en el segundo semestre del 2002.

III. REVISIÓN PROGRAMA MONETARIO

1. Objetivos del Programa

En los últimos años, el Banco Central de Costa Rica ha venido ampliando sus investigaciones en el campo monetario con el propósito de extender sus programas monetarios a un período mayor a los doce meses: dieciocho y veinticuatro meses. Esa decisión descansa en el hecho de que la política monetaria requiere de un horizonte de largo plazo pues el efecto de ésta sobre la inflación y la producción tiene sus rezagos. Es preciso tener en cuenta que los mecanismos de transmisión de la política monetaria actúan sobre varios canales, afectando diversas variables y diferentes mercados con diferente velocidad e intensidad. Por ello tiene mayor sentido proponer un programa monetario para alcanzar un nivel de inflación, en este caso, en los próximos dieciocho meses, el cual inicia en julio del 2003 y culmina en diciembre del 2004. El principal objetivo del BCCR para estos meses será que la inflación al término del año 2003 y 2004, no supere el 10%.

Para lo que resta del año 2003, la política monetaria se centrará en la utilización de operaciones de mercado abierto y en particular dada la menor necesidad de absorción para lo que resta del año, el BCCR podrá reducir el saldo de los Bonos de Estabilización Monetaria en el orden de \$23.200 millones con respecto al nivel registrado en junio del 2003, alcanzado un saldo de \$418.894 millones a finales del 2003.

Esta inyección de liquidez, permitiría, en forma concomitante con otros factores, satisfacer el incremento en la demanda de dinero que se estima para finales del año. Entre los principales supuestos en que se enmarca esta inyección de liquidez, para el segundo semestre, destacan:

- el Gobierno de la República monetizará cerca de \$120 millones y reducirá su cuenta en colones en ₡4.000, movimientos que constituyen una expansión de base monetaria de ₡52.000 millones.
- el BCCR pagará ₡27.000 millones en intereses sobre BEM cuyos vencimientos se presentarán en julio y octubre,
- una reducción en el saldo de las inversiones a corto plazo de ₡15.000 millones,
- los depósitos de resto del sistema financiero se reducirán en ₡10.900 millones y
- el BCCR perderá \$159.0 millones de RIN y realizará una contracción de la base monetaria en cerca de ₡29.100 millones.

Para el año 2004, el principal supuesto incorporado en el ejercicio de programación monetaria es la capitalización del Gobierno de la República al Banco Central por un monto de ₡109.780 millones, equivalente a \$250 millones originados en la colocación de deuda soberana a inicios del año.

Esta capitalización, aún cuando no cambia el déficit del sector público global reducido, sí reduce el del BCCR de una estimación sin capitalización de alrededor de un 1,6% del PIB a 1,4%, debido a una reducción de las operaciones de mercado abierto de un nivel de ₡118.429 millones a tan sólo ₡8.865 millones.

Como se aprecia en el cuadro adjunto, dado el comportamiento esperado en los sectores real, fiscal y externo, el sector privado continuaría siendo deficitario, lo que queda de manifiesto en las estimaciones del ahorro financiero nacional para el próximo año, que medido por el indicador de riqueza financiera del sector privado presentaría una tasa de crecimiento menor a la estimada para el 2003.

2. Instrumentos de la Política Monetaria

a) Encaje mínimo legal

Para el segundo semestre del 2003 y para el año siguiente, el ejercicio contempla mantener los requisitos de encaje del 10%, porcentaje vigente al finalizar el primer semestre del año en curso. Esos requisitos se aplicarán tanto para las obligaciones en moneda nacional como en moneda extranjera. La aplicación de este instrumento no solo contribuye a la estabilidad de precios, sino permite al BCCR realizar la absorción monetaria requerida a un menor costo, aún cuando es conocido su efecto negativo sobre el margen de intermediación financiera. No obstante, si las condiciones de la economía evolucionan en forma diferente a lo esperado, el BCCR podría revisar su política de encajes en uno u otro sentido.

b) Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto continuarán siendo el principal instrumento de absorción monetaria del Banco Central. En vista que estos pasivos tienen vencimientos muy concentrados en el corto plazo, lo cual resta grados de libertad para el manejo de la política monetaria pues genera inestabilidad en el servicio de esta deuda, el BCCR decidió hacer una sustitución parcial de las colocaciones de BEM cero cupón por títulos estandarizados a tasa fija y a plazos de 2,3 y 5 años. Con esta estrategia el BCCR espera mejorar aún más la eficiencia de este instrumento como medio de control monetario y contribuir a una mayor profundización del sistema financiero, al poner a disposición del mercado nacional títulos de deuda a mediano plazo, principalmente, ante la inminente demanda que se puede generar de parte de clientes institucionales, dado el desarrollo esperado de los Fondos de Pensiones y de los Fondos de Inversión de Largo Plazo.

c) Captación de recursos en moneda extranjera

En este ejercicio se supuso que el BCCR procurará no renovar los Certificados de Depósitos a Plazo en dólares (CERTD\$), que vencen este año, pero sí los del 2004.

d) Política cambiaria

De acuerdo con esta revisión del Programa Monetario, se mantendrá la política de minidevaluaciones a razón de incrementos diarios en el tipo de cambio de dieciséis céntimos, de manera que se espera una devaluación en términos reales de la moneda nacional cercana a tres puntos en el 2003 y dos puntos en el 2004. Sin embargo dependiendo de la evolución del sector externo, el BCCR ajustaría su política cambiaria para mantener el equilibrio en ese sector.

3. Variables de seguimiento

Para el seguimiento de la política monetaria, en particular para evaluar el grado de cumplimiento de las metas, se utilizarán entre otras las siguientes variables:

a) Emisión monetaria

La emisión monetaria constituye un indicador de los niveles de liquidez primaria en la economía. Su seguimiento y proyección es útil para anticipar posibles presiones futuras sobre los precios domésticos o sobre la posición externa del país. El ejercicio plantea una estimación puntual del indicador, congruente con la meta de inflación y el crecimiento previsto de la actividad económica.

b) Medios de pago

Con el fin de incluir distintas mediciones de dinero con diferentes niveles de agregación, que pudieran ser indicativos del comportamiento de la creación secundaria de dinero, se sugiere considerar el medio circulante, el M2 restringido (M1 más depósitos de ahorro y a plazo en moneda nacional) y la riqueza financiera del sector privado (incluye obligaciones bancarias, del BCCR y del Gobierno).

c) Tasas de interés

En procura de evaluar el comportamiento de las tasas de interés a la luz de lo contemplado en el ejercicio de programación, se dará seguimiento a distintos indicadores de referencia como la tasa parámetro, la tasa de paridad expresada en términos de distintos parámetros (tasa de subasta, tasa básica, tasa de interés en moneda extranjera pagada internamente – a nivel de banca comercial y recompras- y tasas de interés en los mercados internacionales).

d) Crédito al sector privado

El seguimiento del crédito al sector privado es importante, por cuanto mide la cantidad de recursos financieros que utiliza la economía para financiar la actividad real. Así, permite tener una percepción de las presiones que podría generar sobre la tasa de interés, el tipo de cambio, los precios domésticos y la posición externa del país.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
San José, Costa Rica

DM-346
Página 42

De acuerdo con la demanda por instrumentos bancarios que se espera presentarán los agentes económicos en el año en curso y para el año 2004 y el comportamiento supuesto en cuanto a tenencia de inversiones en valores por parte de los bancos comerciales, se estima que el cambio de la oferta de fondos prestables podría rondar el 14,7% en el 2003 y 15,0 % en el 2004 (estas tasas no contemplan el efecto cambiario). Este resultado es consistente con la tasa de variación de la demanda de crédito estimada por lo que no se esperan presiones al alza en las tasas de interés derivadas de un exceso de demanda de crédito en relación con la oferta de fondos prestables.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
San José, Costa Rica

DM-346
Página 43

PRINCIPALES RESULTADOS MACROECONOMICOS
PROYECCIONES 2003-2004

	Programa 2003			Programa
	2002	Original	Revisión	2004
PIB sin IEAT				
Real	3,1%	2,0%	4,4%	3,7%
Nominal	13,0%	12,3%	14,2%	14,1%
Deflator implícito	9,6%	10,0%	9,4%	10,0%
PIB				
Real	3,0%	2,2%	5,3%	4,3%
Nominal	12,4%	12,4%	14,8%	14,6%
Deflator implícito	9,1%	9,9%	9,0%	9,9%
Inflación : Diciembre - Diciembre	9,7%	10,0%	10,0%	10,0%
PIB nominal sin IEAT (millones ₡)	6.009.331	6.703.096	6.862.567	7.828.130
PIB nominal (millones ₡)	6.058.182	6.828.922	6.955.091	7.970.513
Balanza de Pagos				
Cuenta corriente (%PIB)	-5,6%	-4,7%	-5,7%	-4,9%
Cuenta comercial (%PIB)	-9,8%	-7,2%	-8,4%	-7,5%
Renta (%PIB)	-3,2%	-5,6%	-5,1%	-5,8%
Cambio RIN de BCCR	166	-	35	50
Cuenta de Capital y financiera (millones \$)	1.111	809	1.025	938
Sector Público	121	275	346	246
Sector Privado	990	534	679	692
Sector Monetario (variación. %)				
Agregados Monetarios				
Emisión	12,0%	12,5%	10,8%	10,0%
Liquidez total (sin BEM ni ICP)	16,0%	12,9%	13,3%	12,2%
Mon. Nacional	20,3%	14,6%	16,3%	13,0%
Mon. Extranjera	10,8%	10,9%	9,7%	11,2%
Var. Riq. Fin. Prom. / PIB (pts.porc.)	2,0	2,6	-0,3	2,0
Var. Riq. Fin. S. Priv. Prom. / PIB (pts.porc.)	2,4	3,0	0,5	2,7
Var. Anual Riqueza financiera total	12,7%	11,5%	12,9%	12,4%
Var. Anual Riqueza financiera privada	14,6%	9,7%	13,1%	13,0%
Crédito sector privado	15,1%	16,3%	14,7%	15,0%
Variación Absorción BCCR (mill. ₡)	131.357	20.815	155.253	28.189
Del cual OMA (mill. ₡)	138.949	(14.297)	118.429	8.865
Variación de depósitos Bancos M/E y CERTD\$	30,8	103,6	17,3	29,7
Sector Público Global Reducido (% PIB)				
Déficit	5,4%	3,1%	4,1%	3,2%
Gobierno	4,3%	3,1%	2,8%	2,5%
Resto SPNF (superávit)	-0,3%	-1,2%	-0,2%	-0,7%
BCCR	1,4%	1,3%	1,5%	1,4%

**ANEXO: ESTIMACIONES DE LAS CUENTAS MONETARIAS PARA EL
PROGRAMA MONETARIO DEL 2003 y 2004**

Seguidamente se presentan los principales supuestos de la estimación de las cuentas monetarias del Banco Central y de los bancos comerciales para el periodo 2003-2004.

I. SUPUESTOS GENERALES

1. En el 2003 el PIB (en términos reales) mostrará una tasa de variación de 5,3% y en el 2004 crecerá un 4,3%. Al excluir la industria electrónica de alta tecnología, las tasas de crecimiento resultantes serían de 4,4% y 3,7%, en su orden.
2. Las cuentas monetarias son consistentes con un incremento esperado en los precios internos de un 10,0% anual para los periodos 2002-2003 y 2003-2004.
3. El déficit del Sector Público Combinado se estima para el 2003 en un 4,1% del PIB, (2,8% del Gobierno Central, 1,5% del BCCR y superávit en el sector público no financiero por 0,2%). Por su parte, en el 2004 el déficit combinado alcanzará un 3,2% del PIB, explicado básicamente por la reducción del déficit del Gobierno Central y un mayor superávit de las entidades públicas (2,5% y 0,7% del PIB, en su orden).
4. Se utiliza un tipo de cambio promedio de ₡398,61 en el 2003 y de ₡439,12 en el 2004, lo cual significa un incremento porcentual en el año del nivel medio de 10,8% y 10,2%, en su orden (10,5% y 9,8% como variación diciembre – diciembre, en su orden).
5. La variación anual prevista para los pasivos del Sistema Bancario Nacional corresponde al resultado de las funciones del comportamiento de los diferentes agregados. Los crecimientos esperados para las diversas definiciones del dinero son los siguientes:

	Programa 2003		2004
	Original	Revisión	
Riqueza Financiera total	11,5%	12,9%	12,4%
Riqueza Financiera Sector Privado	9,7%	13,1%	13,0%
Liquidez total (excluye BEM e ICP)	12,9%	13,3%	12,2%
Liquidez en moneda nacional	14,6%	16,3%	13,0%
Liquidez en moneda extranjera	10,9%	9,7%	11,2%
Medio circulante	16,3%	15,4%	15,6%
Cuasidinero en moneda nacional	13,1%	17,1%	10,8%
Cuasidinero en moneda extranjera ^[17]	10,9%	9,7%	11,2%

II. CUENTAS DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA PARA EL 2002, 2003 y 2004.

Los Activos Externos Netos (AEN) del BCCR crecerán en el año 2003, en términos devengados, en ₡53.527 millones y los Activos Internos Netos (AIN) disminuirán en ₡26.516 millones, lo que es consistente con una tasa de crecimiento anual para la emisión monetaria del 10,8%. Para el 2004 los AEN del BCCR aumentarán en ₡45.185 millones y los AIN disminuirán en ₡17.414 millones, ambos movimientos consistentes con un crecimiento anual de la emisión monetaria del 10,0%. El comportamiento previsto en las principales cuentas monetarias se detalla seguidamente:

- **La emisión monetaria** aumentará en ₡27.011 millones en el 2003 y ₡27.771 millones en el 2004. Dado este comportamiento el agregado mostrará un crecimiento en términos reales de un 0,7% en el 2003 y un crecimiento real nulo en el 2004.
- Se prevé para el 2003 una ganancia de EUA\$35,0 millones en **las Reservas Internacionales Netas**, y para el año siguiente se supone un incremento de EUA\$50,0 millones. Este último aumento contempla la colocación de EUA\$250,0 millones de títulos del Gobierno en los mercados internacionales en el mes de febrero del 2004.
- En materia de **endeudamiento externo** del Banco Central, se supuso una caída de cerca de EUA\$100,0 millones en el 2003, explicada, principalmente por la cancelación de EUA\$50,0 millones de la operación “back to back” con el BCIE, EUA\$16,0 millones a BICSA-PANAMA, y el resto en amortizaciones a préstamos bilaterales y multilaterales. Para el 2004 se tienen programados amortizaciones a la deuda externa por EUA\$52,8 millones, de los cuales hay EUA\$26 millones para atender los pagos del préstamo con el FLAR.
- En lo que respecta a los **Activos Internos Netos de la Institución** (AIN), se tiene lo siguiente:
 - (i) Para el 2003 y 2004 está supuesto un aumento en el **crédito neto del BCCR al Sector Público No Financiero** por ₡50.453 millones y ₡5.888 millones, en su orden. En el 2003 el incremento en el crédito se explica, básicamente, por la reducción de los depósitos del Fisco en la institución, y en el 2004 por el ajuste en el valor del principal de los títulos TUDES recibidos del Gobierno en pago de las obligaciones del Banco Anglo. Además se supone que los ingresos por EUA\$250,0 millones de la colocación de títulos del Gobierno en el exterior se utilizarán para capitalizar al Banco Central, reduciendo con ello sus necesidades de absorción para el próximo año.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

San José, Costa Rica

DM-346

Página 46

- (ii) **El crédito neto del BCCR al sistema financiero** mostrará una disminución de ₡33.758 millones en el 2003 y de ₡18.539 millones en el 2004. La caída prevista para el 2003 se explica, básicamente, por el aumento en la tasa de encaje mínimo legal en moneda nacional efectuado en el primer trimestre del año (de 5% a 10%), efecto parcialmente compensado por la reducción de las inversiones de los intermediarios financieros en títulos del BCCR (BEM y ICP). Por su parte, para el 2004, dado un requerimiento de encaje del 10%, el crédito neto al sistema financiero disminuye en razón del aumento esperado en los pasivos sujetos a encaje.
- (iii) En cuanto a **las obligaciones a plazo en moneda extranjera**, compuestos por depósitos por encaje de los bancos en la Institución y Certificados de Depósito a Plazo en dólares (CERTD\$), se suponen incrementos de EUA\$17,3 millones en el 2003 y de EUA\$29,7 millones en el 2004, explicado, por el aumento esperado en los pasivos bancarios, dada una tasa de encaje del 10% para este tipo de obligaciones. En el 2003 se supone la no renovación de EUA\$86,4 de vencimiento de CERTD\$, movimiento más que compensado por el aumento en la tasa de encaje mínimo legal en moneda extranjera.
- (iv) **El resultado financiero de la Institución** para el 2003 y 2004 en términos devengados, se estima en ₡107.772 millones y ₡111.309 millones, en su orden, equivalente a un 1,5% y 1,4% del PIB. Las tasas de interés utilizadas en la estimación fueron las siguientes:

	Programa 2003		2004
	Original	Revisión	
básica pasiva bruta promedio	16,0%	16,2%	15,8%
BEM en moneda nacional	17,6%	17,8%	17,5%
de interés CERTD\$	6,6%	6,6%	6,7%
sobre la deuda externa ^[18]	7,6%	6,2%	5,1%
libor a 6 meses	1,7%	1,3%	1,8%

- (v) Por último, dados los supuestos antes indicados, el saldo de **operaciones de mercado abierto** aumentaría en ₡118.429 millones en el 2003 y ₡8.865 millones en el 2004 ^[19]. Dado el comportamiento previsto para esos años en los depósitos del Gobierno en la institución, el crecimiento estimado en los pasivos del sistema bancario y la tasa de encaje mínimo legal, las necesidades de absorción del BCCR deberían aumentar en ₡155.253 millones y en ₡26.189 millones, en su orden.

III. CUENTAS DE BANCOS COMERCIALES PARA EL 2003 Y 2004

El principal movimiento en las cuentas monetarias de los bancos comerciales corresponde al **crecimiento del crédito al sector privado** cuyas tasas se estiman en 14,7% en el 2003 y 15,0% en el 2004 (4,3%, y 4,5% en términos reales). Dichas tasas son consistentes con los supuestos de crecimiento del producto y tasa de interés previstos para el presente y próximo año.

El incremento en el crédito al sector privado sería financiado, básicamente con fondos provenientes de la captación de la banca con el público. Para el 2003 se estima un crecimiento de 11,0% en las **obligaciones bancarias con el sector privado**, tasa que para el año siguiente se estima en 12,0%. La contribución por monedas a éste último crecimiento es de 5,5% para la moneda nacional y de 6,5% para la moneda extranjera. Por instrumentos, la cuenta corriente, en ambas monedas, es el componente más dinámico creciendo a tasas del 18,1% en colones y de 27,3% en dólares.

Por su parte, la tasa de crecimiento de las obligaciones bancarias con las entidades públicas se estima en un 14,1% para el 2004. Este comportamiento es consistente con la directriz de la Autoridad Presupuestaria que obliga a estas entidades a colocar sus excedentes en títulos del Gobierno Central.

Las tasas de crecimiento supuestas para los distintos instrumentos financieros se listan a continuación:

	Programa 2003		2004
	Original	Revisión	
Cuenta corriente moneda nacional	18,0%	17,5%	18,1%
Ahorro en moneda nacional	10,0%	0,0%	0,0%
Plazo en moneda nacional	10,5%	14,9%	11,5%
Cuenta corriente moneda extranjera	36,2%	22,3%	27,3%
Ahorro en moneda extranjera	13,3%	13,6%	16,3%
Plazo en moneda extranjera	0,0%	3,6%	0,0%

A continuación se presenta un resumen de las principales variables de seguimiento del ejercicio de programación, las cuentas monetarias del BCCR, bancos comerciales y Sistema Bancario Nacional, así como el resumen de la estimación de las pérdidas del Banco Central de Costa Rica.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
San José, Costa Rica

DM-346
Página 48

Cuadro 1
Programa Monetario 2003-2004: Principales Variables de Seguimiento
Saldos en millones de colones (salvo indicación)

	Programa Monetario 2003					Programa 2004	
	2002	I	II	III	IV	2003	2004
Tipo de cambio promedio anual	398.61	398.61	398.61	398.61	398.61	439.12	439.12
Emisión Monetaria	249.870	200.553	196.386	205.970	276.881	276.881	304.652
Activos Externos netos (en millones de \$)	874,5	1.231,2	1.138,5	1.056,9	1.008,8	1.008,8	1.111,7
Reservas internacionales netas	1.494,7	1.790,0	1.688,0	1.591,5	1.529,7	1.529,7	1.579,7
Endeudamiento externo MLP	620,2	558,8	549,5	534,6	520,9	520,9	468,0
Dep. Bancos M/E (en millones de \$)	170,2	233,9	170,9	266,6	270,4	270,4	300,1
CERTD\$	964,1	968,3	967,6	959,6	881,2	881,2	881,2
Activos Internos Netos (Emisión - AEN *tc) -	98.714 -	290.211 -	257.431 -	215.320 -	125.230 -	166.096 -	183.510
Fuentes de absorción	450.482	491.157	637.007	615.750	605.736	605.736	631.925
BEM Y SICP	337.760	340.410	494.326	476.021	456.189	456.189	465.054
Depósitos del Gobierno en M/N	46.939	40.858	29.005	25.000	25.000	25.000	25.000
Depósitos de bancos y EFNB en M/N	65.783	109.888	113.675	114.729	124.547	124.547	141.871
Base Monetaria Restringida	306.140	293.464	290.034	307.006	386.563	386.563	429.591
Medio Circulante	596.199	555.671	544.371	556.302	688.283	688.283	795.866
Crédito al Sector "Privado.	1.573.420	1.613.826	1.683.315	1.726.807	1.805.207	1.907.083	2.193.397
M2 Restringido	1.190.985	1.174.595	1.206.671	1.258.528	1.386.165	1.386.165	1.569.313
Dep. Gob. en M/E (en millones de \$)	67,9	452,8	128,4	28,4	8,7	8,7	8,7

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

San José, Costa Rica

DM-346
Página 49

Cuadro 2
Programa Monetario 2001: Cuentas Monetarias- Saldos millones colones

	Programa Monetario 2003					Programa 2004	
	2002	I	II	III	IV	2003	2004
Tipo de cambio promedio anual	398.61	398.61	398.61	398.61	398.61	439.12	439.12
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA							
Activos Externos Netos	348.584	490.764	453.816	421.290	402.111	442.977	488.162
Reservas Internacionales netas	595.792	713.518	672.849	634.383	609.743	671.710	693.666
Endeudamiento Externo	-247.208	-222.755	-219.032	-213.093	-207.632	-228.733	-205.504
Activos Internos Netos	(98.714)	(290.211)	(257.431)	(215.320)	(125.230)	(166.096)	(183.510)
Créd. neto Sect.Pub. no Financiero	13.472	-135.100	8.410	54.802	63.925	64.204	70.092
Crédito neto Sistema Financiero	-188.255	-170.392	-227.305	-212.004	-222.013	-221.979	-240.518
Crédito Bruto	5.063	5.014	4.766	4.712	4.578	4.877	4.449
Bancos Comerciales	1.376	1.318	1.191	1.167	1.106	1.109	912
Resto del Sistema Financiero	3.687	3.695	3.575	3.545	3.472	3.769	3.537
Obligaciones	193.318	175.405	232.071	216.716	226.591	226.857	244.967
Bancos Comerciales	174.731	148.187	188.817	181.258	189.904	189.904	205.161
Resto del Sistema Financiero	18.586	27.219	43.254	35.458	36.687	36.952	39.806
Crédito al sector privado (Jta Liq.)	12.181	12.181	12.181	12.181	12.181	12.181	12.181
B.E.M. Sector privado (incl.fundaciones)	-203.207	-264.595	-371.531	-368.172	-348.039	-348.039	-356.579
CERTD\$	-384.318	-385.966	-385.709	-382.520	-351.269	-386.968	-386.968
I.C.P. Sector Privado	-2.164	-3.897	-965	-965	-965	-965	-965
Dep. Bcos M/E (encaje)	-67.856	-93.216	-68.105	-106.282	-107.786	-118.741	-131.794
Otros activos netos no clasificados	721.433	750.774	775.593	787.641	828.736	834.211	851.041
Cuentas de fluctuación	328.482	322.800	316.513	316.513	328.482	332.654	332.654
Cuentas de déficit	562.919	587.379	613.099	642.159	670.691	670.691	781.999
Resto otros activos no clasif.	-169.968	-159.404	-154.019	-171.031	-170.437	-169.134	-263.612
Emisión	249.870	200.553	196.386	205.970	276.881	276.881	304.652
BANCOS COMERCIALES							
Activos Externos Netos	(190.661)	(211.216)	(195.006)	(194.647)	(194.328)	(214.078)	(212.804)
Activos Internos Netos	2.134.416	2.143.288	2.155.733	2.255.338	2.352.359	2.487.382	2.759.912
Créd. neto Sect.Pub. no Financiero	171.175	178.008	133.667	148.748	141.537	154.621	119.468
Crédito al S.Financiero No Banc.	-28.582	-31.236	-31.416	-27.231	-33.892	-34.522	-41.164
Crédito al sector privado	1.573.420	1.613.826	1.683.315	1.726.807	1.805.207	1.907.083	2.193.397
Posición neta con el BCCR	537.384	480.119	489.390	530.952	571.870	601.976	639.727
Otros activos netos no clasificados	-118.981	-97.429	-119.223	-123.938	-132.362	-141.777	-151.516
Capital y Reservas	-306.446	-313.463	-321.403	-329.153	-337.090	-337.090	-370.799
Resto activos netos no clasificados	187.465	216.033	202.180	205.215	204.728	195.313	219.283
Obligaciones sector privado	1.943.755	1.932.072	1.960.727	2.060.690	2.158.030	2.273.304	2.547.108
En Moneda Nacional	909.111	875.958	863.481	942.561	1.023.762	1.023.762	1.161.529
En moneda extranjera	1.034.644	1.056.114	1.097.246	1.118.130	1.134.268	1.249.542	1.385.579
SISTEMA BANCARIO NACIONAL							
Activos Externos Netos	157.923	279.548	258.810	226.642	207.783	228.899	275.358
Reservas Internacionales netas	523.913	600.067	572.657	534.191	509.551	561.336	583.292
Pasivos Ext. M/L plazo	-365.990	-320.520	-313.847	-307.549	-301.769	-332.437	-307.934
Activos Internos Netos	2.163.010	2.075.083	2.225.168	2.352.604	2.488.875	2.583.032	2.836.192
Créd. neto Sect.Pub. no Financiero	184.647	42.908	142.077	203.549	205.462	218.825	189.560
Créd. neto S.P. Financ. no Bancario	-43.481	-54.759	-71.094	-59.144	-67.107	-67.705	-77.433
Crédito al Sector Privado	1.585.601	1.626.007	1.695.496	1.738.988	1.817.388	1.919.264	2.205.578
Otros activos netos no clasificados	436.243	460.927	458.689	469.210	533.132	512.648	518.486
Obligaciones sector privado	2.320.933	2.354.631	2.483.978	2.579.246	2.696.657	2.811.931	3.111.550
Obligaciones en moneda nacional	1.286.289	1.298.517	1.386.731	1.461.116	1.562.389	1.562.389	1.725.971
Obligaciones en moneda extranjera	1.034.644	1.056.114	1.097.246	1.118.130	1.134.268	1.249.542	1.385.579

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
San José, Costa Rica

DM-346
Página 50

Cuadro 3
Estado de Resultados del Banco Central de Costa Rica
Metodología cuentas monetarias
Millones de colones

	2001	2002	<u>Programa 2003</u>		Programa 2004
			Original	Revisión	
INGRESOS BASE DEVENGADO	26001	24085	29876	24954	29493
Intereses Ganados	21264	17883	22419	20454	23990
Comisiones Ganadas	1407	1006	1119	1026	1241
Cambios	967	3122	1354	1440	2190
Productos Extraordinarios	2363	2074	4984	2035	2072
EGRESOS BASE DEVENGADO	89580	110730	118487	132726	140802
Intereses sobre obligaciones en M/N	35788	49290	58363	78176	84900
Dep. Inversiones de Corto Plazo	3224	6241	3268	4080	3897
Bem emisiones especiales	365	356	238	232	227
Bem subasta	32199	42693	54857	73864	80775
Intereses s/obligaciones en M/E	39787	43367	42788	38778	37786
Depósitos de Bancos	7809	467	0	0	0
Deuda externa	19466	17484	17299	13421	11746
CERTD\$	12512	25416	25489	25357	26040
Otros egresos	14.005	18.073	17.337	15.772	18.117
Gastos administrativos	13.538	17.432	16.678	14.866	17.362
Gastos extraordinarios	467	641	659	906	754
TOTAL DÉFICIT (-), SUPERAVIT(+) DEVENGADO	(63579)	(86645)	(88612)	(107772)	(111309)
PRODUCTO INTERNO BRUTO	5387526	6058182	6828922	6955091	7970513
DEFICIT (-) SUPERAVIT (+) / PIB	-1,2%	-1,4%	-1,3%	-1,5%	-1,4%

Nota: No contempla revaluación de principal títulos Tudes.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
San José, Costa Rica

DM-346
Página 51

^[1] Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en Sesión 5143, artículo 7, del 18 de diciembre del 2002.

^[2] Tras el inusual bajo crecimiento de los precios registrado en el año 2002, debido a la poca variación del componente regulado y la fuerte reducción de los precios de los bienes agrícolas.

^[3] Estos se refieren a los diferenciales entre la tasa de la deuda soberana y la tasa de los títulos de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

^[4] Tras el inusual bajo crecimiento de los precios registrado en el año 2002, debido a la poca variación del componente regulado y la fuerte reducción de los precios de los bienes agrícolas.

^[5] *Constituido por el Gobierno Central, Banco Central de Costa Rica y cuatro instituciones públicas (CCSS, ICE, RECOPE y CNP).*

^[6] *Según cálculos preliminares del Ministerio de Hacienda el monto podría rondar los ₡7.000 millones.*

^[7] *Ingresos totales menos los gastos totales sin incluir el pago de intereses.*

^[8] *El barril de petróleo pasó de \$25,26 como promedio en los primeros seis meses del 2002 a \$34,90 en igual periodo del 2003.*

^[9] Entre otros sobre la renta, el capital de las sociedades anónimas, la tenencia de vehículos considerados de lujo, las bebidas alcohólicas y los cigarrillos y los moteles, casinos y centros de apuesta electrónica.

^[10] Este comportamiento del M1 fue producto de una fuerte aceleración en el crecimiento de la cuenta corriente, que se explica parcialmente, por el traslado de recursos desde cuentas mancomunadas y por un uso más intensivo de la cuenta corriente para el pago de planillas por parte de instituciones.

^[11] Debido a que la elasticidad ingreso de la demanda de dinero es menor a la unidad, crecimientos en el producto real tendrán asociado una reducción en la velocidad de circulación del dinero.

^[12] El aumento del EML tiene el propósito de afectar la creación secundaria de dinero por medio una reducción del multiplicador bancario, sin embargo, al inicio la medida incrementa la BM debido al aumento de los depósitos en cuenta corriente de los bancos en el BCCR, en un estudio previo se determinó que demora aproximadamente seis meses para que el efecto en la base monetaria se neutralice.

^[13] Calculado con el promedio de saldos diarios a junio de cada año.

^[14] Este agregado recoge el comportamiento de instrumentos financieros colocados por el Gobierno y el BCCR, no incluidos en el concepto de liquidez.

^[15] Se valoró la riqueza financiera en dólares al tipo de cambio de cierre. Al considerar el crecimiento medio de la riqueza en moneda extranjera expresada en dólares se obtuvo una tasa de crecimiento de 12% para el 2003.

^[16] Al tipo de cambio del Programa.

^[18] Cabe destacar que la reducción obedece, básicamente, a la formalización del préstamo con el FLAR bajo mejores condiciones financieras que las vigentes para los Bonos Brady serie A. cancelados el pasado mes de junio.

^[19] Contempla la capitalización del Gobierno al Banco Central por EUA\$250,0 millones.