BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Departamento Monetario

Licenciado
William Calvo V., director
División Económica

Everardo Vargas R., director

REVISION DEL PROGRAMA MONETARIO 2004-2005.

23 de julio del 2004
DM-322

Adjunto revisión del Programa Monetario 2004-2005 para consideración de la Junta Directiva de la Institución. Este documento contiene un diagnóstico de la economía para el primer semestre del 2004 y su comportamiento en relación con lo previsto en el Programa Monetario 2004-2005 aprobado a inicios de este año; las principales diferencias entre los supuestos considerados en esa ocasión y los incluidos en el presente ejercicio; así como un esbozo de la estrategia de política para el período agosto 2004-diciembre 2005, consistentes con la búsqueda de inflaciones internas de un dígito y una mejora en el déficit externo a partir del 2005.

secrem/dm-2004/dm-322/pf/yza**
05/01/2012 16:51:10

BCCR

REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO 2004-2005

BANCO CENTRAL de COSTA RICA

Julio 2004

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

Ing. Alberto Dent Zeledón

Vicepresidente

Dr. Luis Mesalles Jorba

Directores

MAE Manrique Constenla Umaña

Lic. Jorge Alfaro Alfaro

Licda. Hilda Pepita Echandi Murillo

MEE. José Eduardo Angulo Aguilar

El artículo 14, inciso b), de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) establece la obligatoriedad de que la Institución publique, en el mes de julio de cada año, un informe sobre la ejecución del Programa Monetario y las modificaciones que propone introducir en el semestre siguiente, a fin de procurar la consecución del objetivo que le asigna la ley constitutiva.

En cumplimiento de lo anterior, se presenta la "Revisión del Programa Monetario 2004-2005", el cual contiene un diagnóstico de la situación económica reciente así como las acciones de política que en materia monetaria y cambiaria pretende ejecutar el Banco Central en el período agosto 2004-diciembre 2005.

CONTENIDO

1. El Programa Monetario 2004-2005 aprobado en enero, 2004 **1**

2. Evolución económica y monetaria **2**

2.1 Contexto internacional 2

2.2 Precios internos 4

2.3 Situación monetaria y financiera 8

2.4 Oferta y demanda agregadas 12

2.5 Situación financiera del Sector Público Global Reducido 15

2.6 Balanza de Pagos, flujos de capital y tipo de cambio 17

3. La política monetaria para el lapso agosto 2004-diciembre 2005 **19**

Recuadro 1: Evolución de la inflación según el ISI **7**

1. El Programa Monetario 2004-2005 aprobado en enero, 2004

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica mediante artículo 7 del Acta de la Sesión 5182-2004, celebrada el 14 de enero de este año, aprobó el Programa Monetario 2004-2005. El ejercicio estableció como meta una variación del nivel general de precios internos (medida por el Indice de Precios al Consumidor) de 9% para el 2004 y 8,5% el siguiente año. Además, contempló una reducción en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos respecto al producto interno bruto, en relación con lo observado en el bienio previo. Los principales supuestos que sustentaron el Programa Monetario fueron:

- La recuperación de la actividad económica mundial en un entorno de baja inflación, con una tasa media de crecimiento para los principales socios comerciales de Costa Rica de 3,1% y una variación en precios en el orden de 1,9% para el 2004. Estas proyecciones fueron formuladas bajo un escenario de precios del petróleo y materias primas no energéticas más bajos respecto a los observados durante el primer semestre del año.
- Un crecimiento de la actividad económica costarricense de 4,4% (4% sin la Industria Electrónica de Alta Tecnología) en el 2004, sustentado en buena medida en mayores ventas externas.
- Un déficit del sector público global reducido de 4,1% del producto, distribuido de la siguiente forma: un déficit de 3,3% para el Gobierno y de 1,5% para el BCCR, y por el contrario un superávit de 0,7% para el Resto del sector público. Si bien estos indicadores no contemplaron el efecto de la aprobación de la Reforma Fiscal por parte de la Asamblea Legislativa, fueron estimados bajo un entorno de menor incertidumbre fiscal.
- Agregados monetarios creciendo a una tasa menor que la variación anual del PIB nominal, con un incremento de la demanda por billetes y monedas de 11,1% en el 2004, en tanto que la demanda por medios de pago (M1) y liquidez total (M3) se previó en 14,5% y 11%, en ese orden. El comportamiento de estos indicadores llevaba implícito el supuesto de la capitalización del Banco Central en el 2004, al amparo de lo dispuesto en el artículo 175 bis de la Ley Orgánica del Banco Central, por una suma en torno a los ¢106.000 millones.

2. Evolución económica y monetaria

2.1. Contexto internacional

Pronósticos recientes confirman la consolidación del crecimiento económico mundial, sin embargo existen elementos de riesgo que podrían afectarlo, por ejemplo, la velocidad de ajuste en las tasas de interés internacionales, la permanencia de altos precios del petróleo y tensiones geopolíticas.

Evolución de la economía mundial

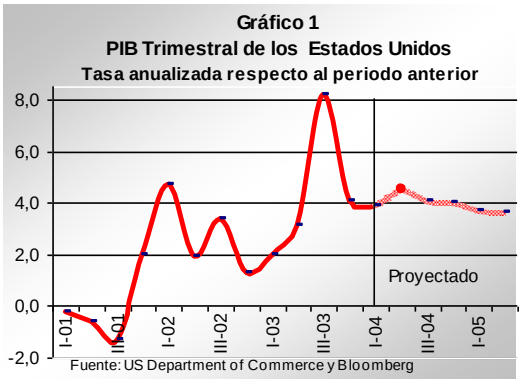
La recuperación de la economía mundial ha continuado consolidándose, en un marco de condiciones financieras propicias. Con respecto a los pronósticos de inicios de año, las nuevas estimaciones de crecimiento económico para nuestros principales socios comerciales[1] son más altas en 0,6 puntos porcentuales (p.p.), para cada uno de los años del bienio 2004-2005. En conjunto, la actividad económica en estos países se ubica como la más alta del último cuatrienio.

Cuadro 1
Evolución del PIB e inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica

	Crecimiento del PIB				Inflación (IPC)			
	2003	2004		2005	2003	2004		2005
		PM	Rev. PM			PM	Rev. PM	
Estados Unidos	3,1	3,9	4,6	3,9	2,3	1,3	2,3	2,2
Socios Europeos	0,6	1,9	1,9	2,3	2	1,7	1,6	1,6
Centroamérica	2,3	3,3	3,1	3,9	5,1	4,4	4,6	4,1
Resto de América 1/	0,8	2,8	4,2	3,2	3,4	2,6	2,9	2,5
Japón	2,7	1,4	3,4	1,9	-0,2	-0,6	-0,4	-0,1
Crecimiento ponderado	**1,6**	**3,1**	**3,7**	**3,3**	**2,6**	**1,9**	**2,4**	**2,2**

Fuente: World Economic Outlook, mayo del 2004.
1/ Se excluye Venezuela por tener un comportamiento atípico.

Estados Unidos: El dinamismo que ha mostrado esta economía en los últimos tiempos responde al fuerte crecimiento de la demanda interna, a su vez estimulada por el bajo nivel de tasas de interés, el repunte del mercado laboral y la mayor actividad en industria y servicios. No obstante, a mediano plazo existe incertidumbre sobre la sostenibilidad de ese crecimiento, por cuanto no se tiene claridad sobre la forma en que se ajustarán los desequilibrios en las finanzas públicas y en la cuenta corriente de la balanza de pagos[2].



[1] Ponderado por el comercio de Costa Rica con estos países.
[2] Organismos internacionales estiman que la mayor actividad económica ayudará a reducir el desbalance fiscal, pero persiste la duda pues se requieren recursos para los sistemas de seguridad social y de salud, así como de reformas profundas para estabilizar la dinámica de la deuda de ese país. En cuanto al déficit externo, prevén que la depreciación del dólar y la mayor demanda externa contribuirían a solventarlo.

Zona del Euro: Estas economías muestran signos de aceleración pese a la apreciación del euro y la debilidad de la demanda interna. Como principales determinantes de esa aceleración destacan indicios del fin de la apreciación monetaria, la recuperación de la demanda externa y políticas anticíclicas aplicadas en estos países.

América Latina: Las economías latinoamericanas se han beneficiado del mejor panorama externo y de las condiciones financieras favorables prevalecientes en los mercados internacionales. No obstante, los especialistas advierten que la Región enfrenta eventuales riesgos asociados al incremento de las tasas de interés en las economías desarrolladas, y una mayor competencia en los mercados mundiales por el ingreso de China, afectando particularmente la dinámica del comercio exterior de la economía mexicana y de algunos países centroamericanos.

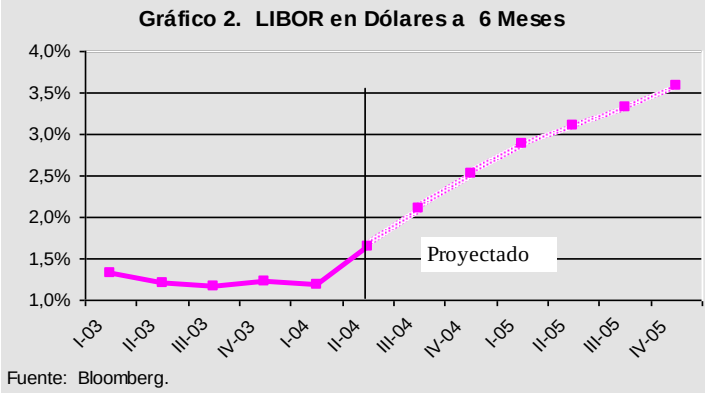
Centro América: Los socios centroamericanos crecerían en el bienio 2004-2005 a una tasa media (3,5%) superior a la del período 2001-2003 (2,2%), mejora asociada con la mayor demanda externa, en especial las exportaciones e inversiones en el sector de maquila. Lo anterior pese a los altos índices de desempleo que repercuten negativamente en la demanda interna, la desmejora en los términos de intercambio por altos precios del petróleo, y las menores cotizaciones para los principales productos agrícolas de exportación.

El precio del petróleo y las tasas internacionales de interés

El Programa Monetario 2004-2005 contempló un precio promedio del petróleo en torno a los $28 por barril en ambos años, no obstante tanto lo observado hasta la fecha como las nuevas proyecciones superan significativamente estas estimaciones. A junio del 2004 el precio del crudo alcanzó sus niveles máximos en los últimos veintiún años, en buena medida explicado por la mayor demanda mundial, tensiones geopolíticas y la incapacidad de los países productores para aumentar la oferta en el corto plazo.

Además, los países productores miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) disminuyeron las inversiones en el sector petrolero y procuran mantener precios en el orden de $31 por barril. Por otra parte, los países productores no integrantes de la OPEP si bien han mantenido su participación en el mercado, sus políticas de mediano plazo no apuntan a que puedan suplir el incremento en la demanda, por lo que estiman que los precios podrían permanecer en torno a $34 por barril en la próxima década. La Administración de Información de Energía de los Estados Unidos (EIA) y el Global Petroleum Monthly esperan que los precios medios del tipo WTI (West Texas Intermediate) para el segundo semestre del 2004 ronden los $38 por barril para luego descender hasta niveles de los $32,5 en el 2005. Estos precios son consistentes con un precio promedio del cóctel importado por la Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE) cercano a los $40 por barril en el período 2004-2005.

En esta primera parte del 2004 el incremento en los precios del petróleo y la mayor actividad económica se tradujeron en mayores tasas de inflación en varias de las economías desarrolladas. La Reserva Federal de los Estados Unidos, con el fin de contener la inflación, finalmente ajustó al alza su tasa de interés de política en 25 puntos básicos el 30 de junio, acción que ha sido interpretada por los analistas como el inició de una serie de ajustes para ubicarlas en niveles neutrales, es decir que no busquen un efecto expansivo ni restrictivo sobre la actividad económica. Los principales indicadores de tasas de interés internacionales anticiparon este ajuste y pronostican incrementos para lo que resta del 2004 y el 2005. De acuerdo con las estimaciones de Bloomberg, la Libor a seis meses podría subir alrededor de 1,9 puntos porcentuales entre julio del 2004 y diciembre del 2005, para ubicarse en el orden de 3,6% a finales del 2005.



De esta forma, aún cuando las perspectivas sobre el crecimiento de la economía mundial han mejorado en los últimos meses, existen elementos de riesgo que pueden afectarlas, entre otros, las tensiones geopolíticas, el comportamiento del precio del crudo, la magnitud y rapidez del proceso de ajuste de las tasas de interés en las economías desarrolladas y los efectos asociados a la corrección de los déficit gemelos de los Estados Unidos.

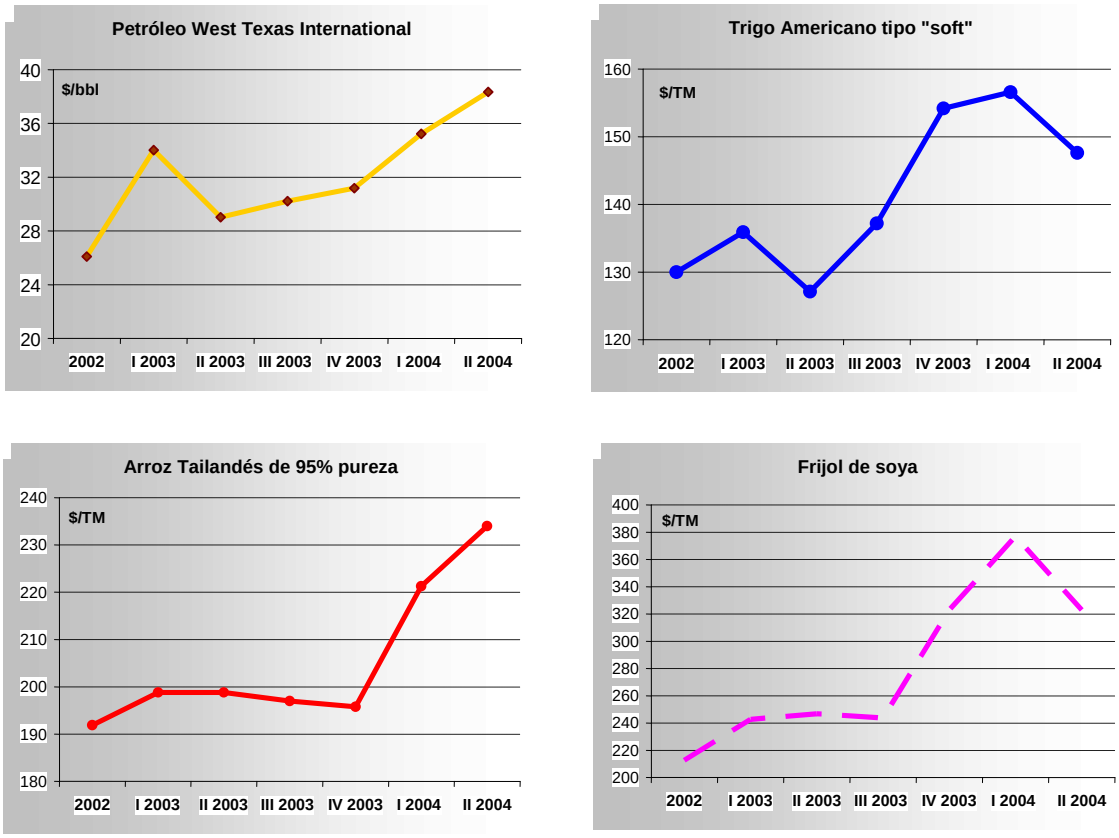
2.2. *Precios internos*

El comportamiento de los precios internos en el primer semestre del 2004 apunta hacia un crecimiento mayor al contemplado en el Programa Monetario, altamente influido por el precio de materias primas importadas y ajustes en precios de bienes y servicios regulados.

Durante el primer semestre del 2004 el crecimiento acumulado del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 6,3%, 2 p.p superior al de igual lapso del año anterior. En términos interanuales, la tasa de variación anual fue de 11,9%, alrededor de tres p.p. sobre la meta contemplada en el Programa Monetario. Entre los principales determinantes del comportamiento del IPC destacan:

- El precio de materias primas importadas, en especial, trigo, arroz en granza, fríjol de soya y petróleo sufrieron alzas importantes (gráfico 3). Estas afectaron el precio de los bienes finales derivados de esas materias primas: panes, arroz pilado, grasas comestibles, gasolina, gas y diesel, productos que entre enero y junio 2004 crecieron un 13,7%.

Gráfico 3. Evolución del precio internacional de algunos productos importados.[a/]



a/ Elaboración propia con base en informes de precios del Banco Mundial "Pink Sheet" de julio del 2004.

- El componente regulado no solo resultó afectado por el aumento en el precio del arroz y los combustibles, sino también incidieron los incrementos en las tarifas de electricidad y agua, que en conjunto explican 5,2 p.p de la variación acumulada del componente regulado.

Cuadro 2
Indicadores de precios internos
Variaciones acumuladas (enero - junio)
En porcentajes

	2003	2004
Indice de precios al consumidor	**4,3**	**6,3**
Regulados	4,1	10,6
Agrícolas	-5,8	3,5
Bienes (sin agrícolas y regulados)	4,8	5,9
Servicios no regulados	6,3	5,3
Indice subayacente de inflación	**4,8**	**5,8**
Bienes	4,4	6,2
Servicios	5,7	4,7

- Los precios de los productos agrícolas aumentaron en el I semestre del año, en tanto que en igual período del 2003 decrecieron.

- Los precios de los servicios no regulados presentaron una variación acumulada inferior en 1 p.p. a la observada en el 2003 y su tasa interanual muestra una tendencia a la desaceleración.

Por su parte, el aumento acumulado al primer semestre del Índice Subyacente de Inflación (ISI), indicador que captura el nivel más permanente de la evolución general de los precios, superó el registrado en igual período del 2003. Dicho aumento estuvo determinado principalmente por la evolución de los precios de bienes, que crecieron 1,8 p.p. por encima de la tasa acumulada observada en junio del 2003, como reflejo del encarecimiento de las materias primas importadas. Precisamente, de no haberse dado el aumento en materias primas importadas, la inflación medida por el ISI habría sido similar a la del año pasado, pues un 50% de los rubros del ISI crecieron a un ritmo menor al 4,4% (9% anualizada). El recuadro 1 presenta las principales consideraciones sobre el comportamiento del ISI y la conveniencia de usar un índice de núcleo inflacionario como éste para definir la meta de precios.

El manejo ejercido por el Banco Central sobre los medios de pago ha permitido controlar la demanda interna evitando una mayor presión inflacionaria[3], presión que más bien ha surgido de cambios en precios relativos ajenos al control de la política monetaria, como el alza ya comentada en los bienes regulados y las materias primas importadas. Esto dificulta, sino imposibilita, alcanzar en el 2004 una inflación de 9% tal como se estableció en el Programa, pues para ello en los siguientes meses los precios del componente regulado tendrían que disminuir. Por el contrario hay previstos nuevos ajustes en combustibles, transporte público y electricidad, que llevarían a un aumento del componente regulado de aproximadamente 8,5% en la segunda mitad del 2004.

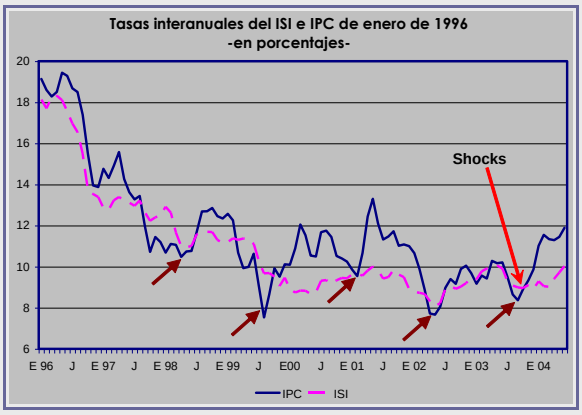
[3] Se estima que el crecimiento de la demanda interna en el 2004 (3,1%) será similar al del año previo (2,9%).

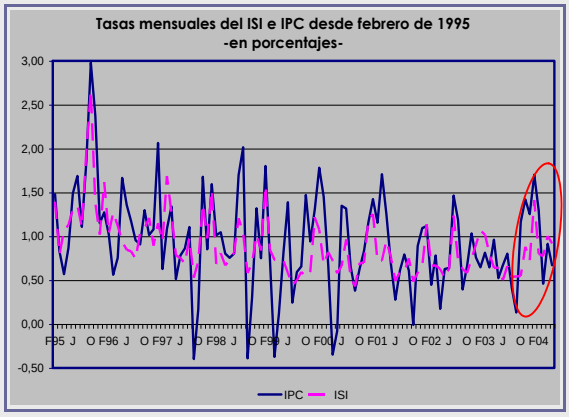
Recuadro 1: Evolución de la inflación según el Índice Subyacente de Inflación (ISI)

El BCCR utiliza el Índice Subyacente de Inflación (ISI) para medir el cambio en los precios más estrechamente relacionado con la política monetaria, dado que: 1) es un buen indicador de la tendencia subyacente de la inflación; 2) captura de una manera más adecuada el componente del cambio total de precios persistente en el mediano y largo plazo; 3) recoge el componente de variación en los precios general a toda la canasta de bienes y servicios que compone el Índice de Precios al Consumidor (IPC).

El Programa Monetario del BCCR es un esfuerzo por instrumentar una política monetaria de mediano plazo, en procura de cumplir el objetivo de estabilidad de precios, bajo la premisa de que la inflación es un fenómeno monetario en el largo plazo. La inflación subyacente es la medida de inflación sobre la cual la política monetaria tiene mayor influencia, pues recoge las variaciones de precios causados por presiones de demanda. Sin embargo, en el corto plazo la tasa de inflación medida por el IPC está afectada por factores de oferta que producen cambios en los precios relativos de naturaleza temporal.

La economía costarricense ha experimentado desde finales del 2003, shocks de oferta que provocaron cambios en los precios relativos y que persisten en el 2004. En particular, al término del 2003 la tasa interanual medida por el IPC experimentó una aceleración sostenida, debido a los incrementos en los precios del componente regulado (energía eléctrica) y los bienes agrícolas (entre ellos el arroz).





Esto puede observarse en el gráfico de la izquierda, donde se señala con una flecha el inicio de esos shocks, los cuales han provocado únicamente cambios en los precios relativos. La inflación interanual medida con base en el ISI evidencia estabilidad en los precios, principalmente por la evolución en la tasa de variación del tipo de cambio y por las condiciones de la demanda interna que no generan presiones inflacionarias, no obstante se acelera ligeramente en los últimos meses del 2003, producto de los mayores costos de las materias primas. Las variaciones en los precios relativos se pueden apreciar en el gráfico de la derecha que contrasta las tasas mensuales del ISI e IPC. En general se puede notar la naturaleza temporal de las mismas, ya que en ciertos momentos los cambios en los precios con base en el IPC coinciden con los cambios medidos por el ISI.

Una característica que permite evaluar el desempeño del ISI como indicador del nivel de inflación permanente, es su capacidad para predecir la inflación futura, de modo que cuando la inflación medida por el IPC se ubique por debajo del ISI, es de esperar que ésta tienda a aumentar en el futuro cercano. En el gráfico de la izquierda se aprecia que esta característica ha estado presente en forma reiterada a lo largo del período contemplado, para mayor facilidad de observación se marcaron con flechas los momentos en que ocurrió este comportamiento, el último de ellos se dio a finales del 2003 como preámbulo a los shocks que habrían de darse posteriormente.

2.3. Situación monetaria y financiera

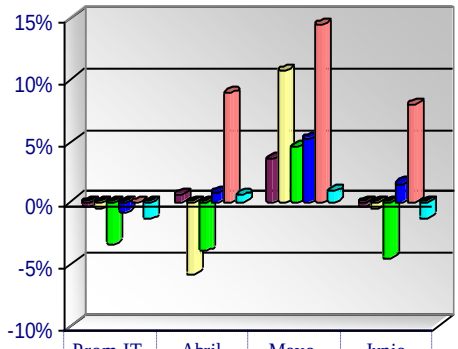
2.3.1. Liquidez y crédito del Sistema Bancario Nacional

La recomposición de la cartera de inversiones de los agentes económicos, ante el fenómeno que afectó los fondos de inversión y pensión, generó un incremento en la liquidez total por encima de lo previsto. Sin embargo, se estima que ello no provocó presiones sobre la demanda interna, pues fue canalizado hacia un aumento en la absorción del BCCR con instrumentos de corto plazo y encaje excedente, y no hacia crédito al sector privado.

La liquidez del Sistema

Durante el primer trimestre del año los principales indicadores monetarios presentaron disponibilidades con respecto a lo previsto en el Programa Monetario, situación que no ocurrió en los siguientes tres meses, cuando particularmente los agregados monetarios más amplios como el M2 y el M3 reflejaron crecimientos mayores a los previstos. Dicho comportamiento obedeció principalmente a los desplazamientos de cartera provocados por la liquidación parcial, pero importante, de fondos de inversión y de pensión, concentrados en abril y mayo.

Gráfico 4. Desvíos Programa Monetario I S 2004 - como porcentaje de lo programado-

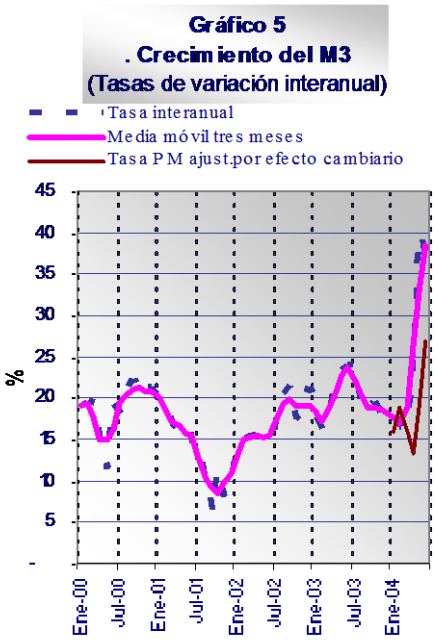


	Prom IT	Abril	Mayo	Junio
Emisión	-0,3%	0,7%	3,5%	-0,3%
BMR	-0,5%	-5,8%	10,7%	-0,5%
M1	-3,4%	-4,0%	4,5%	-4,5%
M2	-0,8%	0,9%	5,3%	1,5%
M3	0,0%	8,9%	14,5%	8,0%
Créd.S.privado	-1,4%	0,6%	0,9%	-1,3%

En respuesta a lo ocurrido en las carteras administradas de inversión y de pensión, los inversionistas trasladaron parte de los recursos liquidados en esas figuras hacia depósitos bancarios, muchos en procura de un rendimiento seguro[4], y otros, en espera de que el mercado retornara a su comportamiento normal. Ello llevó la tasa de crecimiento anual de la liquidez total del Sistema

[4] En el tanto los depósitos no están sujetos a la valoración a precios de mercado.

Bancario Nacional (M3)[5] a 37% en junio del 2004, más alta que la variación media del primer trimestre del año, pero no significó un aumento efectivo de la riqueza financiera del sector privado.



La captación bancaria, particularmente bajo la forma de pasivos cuasimonetarios aumentó significativamente en el segundo trimestre del año, con una ganancia relativa de las operaciones en dólares dentro del M3. Estas modificaciones implicaron que la participación relativa de los medios de pago (M1) dentro del agregado amplio, bajara casi cinco p.p., en términos de lo registrado en junio del 2003.

Sin embargo, es de esperar que el fuerte incremento en las captaciones bancarias no genere presiones inflacionarias, pues se presume que en el tanto una parte importante de esos fondos fueron constituidos con recursos provenientes de la liquidación de carteras administradas (cuya finalidad es el ahorro), éstos no se destinarían a transacciones de consumo y por ende no generarían presiones sobre la demanda interna. Además, como se comenta más adelante, la contraparte de esa nueva captación fue destinada, en buena medida, a la compra de títulos de deuda pública en el mercado secundario, lo cual produjo un cambio en la composición de los tenedores de la deuda de Gobierno y de Banco Central.

Cifras preliminares al cierre del semestre reflejan un retorno paulatino hacia la normalidad, presentando únicamente el M2 y el M3 excesos respecto a lo previsto, pero de menor magnitud que a los registrados en el bimestre previo.

Principales contrapartidas del M3

En este período las contrapartidas del M3 presentaron movimientos importantes, tanto a nivel del componente interno como externo. Particularmente destacan los siguientes:

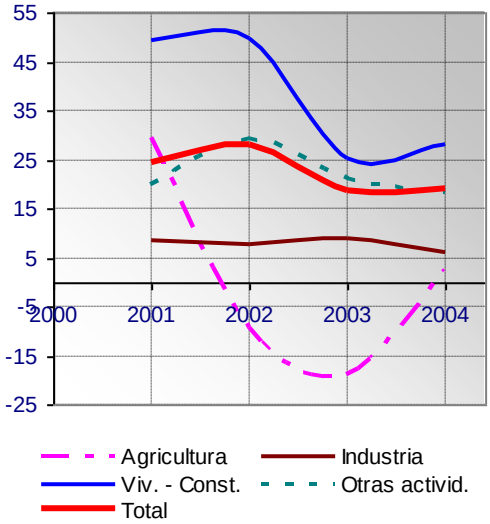
- El principal rubro de los Activos Internos Netos (AIN) es el crédito concedido por la banca comercial al sector privado, al cual se destinó poco menos de un 60% de los fondos que constituyeron el M3. La tasa de crecimiento interanual del financiamiento al sector privado mostró una ligera aceleración con respecto a lo observado a inicios de año, para situarse en un 19% al cierre del I semestre del 2004 (16,3% como tasa media del I trimestre del año). Excluido el efecto de la variación en el tipo de cambio, este agregado crediticio mostró un crecimiento anual de 13%, en línea con lo previsto en el

[5] En orden ascendente de agregación, el M1 comprende el numerario en poder del público y los depósitos en cuenta corriente en moneda nacional en bancos comerciales. El M2 incluye además del M1 las obligaciones bancarias denominadas en moneda nacional. Por último, el M3 contempla al M2 y las obligaciones bancarias denominadas en moneda extranjera.

ejercicio de programación y menor al observado en igual período de años anteriores (también excluido el efecto cambiario).

El comportamiento del crédito al sector privado oculta considerables diferencias entre sectores. Por un lado los préstamos concedidos al grupo de "consumo, servicios y préstamos personales"[6] así como al rubro "vivienda y construcción", continúan siendo los principales destinos de los recursos bancarios. En el primero de los casos crecieron a tasas en torno al 20%, y mantienen cerca del 60% del saldo de financiamiento otorgado al sector privado. Por su parte el crédito a "vivienda y construcción" ha sido mucho más dinámico y concentra alrededor de un tercio de esta cartera. En los últimos meses ha habido una franca competencia en el mercado crediticio con programas innovadores como el financiamiento para vivienda a tasas de interés real, programas de readecuación de deudas en dólares a colones y programas de financiamiento a la pequeña y mediana industria.

Gráfico 6. Crédito al sector privado, crecimiento interanual a mayo de cada año (en %)



- El crédito concedido por el SBN al sector público presentó un aumento de poco menos de ¢10.000 millones durante el I semestre del año. Básicamente se observaron dos movimientos cuyo efecto fue contrapuesto: por un lado, la banca incrementó significativamente la tenencia de títulos públicos[7]; y por otro, el Gobierno mantiene como depósitos en el Banco Central los fondos provenientes de la colocación de títulos que realizó a inicios del 2004 en los

[6] Comprendidos en el grupo de "Otras Actividades".

[7] Esta compra se hizo en mercado secundario y no significó un flujo de recursos frescos para la Hacienda Pública. Con ello los bancos suministraron una parte importante de la liquidez requerida por los administradores de fondos de inversión y de pensión, ante el retiro masivo de inversionistas ocurrido principalmente entre abril y mayo. Alrededor del 50% de los títulos adquiridos fueron de Gobierno, el remanente no se contabiliza como contrapartida del M3 pues son obligaciones del BCCR y en la consolidación del SBN estas operaciones se cancelan.

Tenencia títulos públicos por parte de la banca
En millones de colones

	31/12/2003	25/06/2004	Var.
Tipo de cambio	418,04	436,61	
De BCCR			
BEM	91.407	87.512	(3.895)
CERTD$ ($)	399	769	370
De Gobierno			
En colones	283.020	364.256	81.236
En dólares	263	451	188
Total	651.169	984.432	332.263

mercados internacionales ($250 millones), recursos que en el Programa Monetario se supuso serán aplicados a capitalizar al Banco Central, al amparo de lo dispuesto en el artículo 175 bis de la ley 7558.

- El cambio en los Activos Externos Netos del SBN en esta primera parte del año reflejó, básicamente, la cancelación anticipada por parte del Banco Central de los Bonos Brady serie B (operación que más adelante se comenta), así como una pérdida de Reservas Internacionales Netas por parte del BCCR, explicada en buena medida por esa operación y, por lo tanto prevista en la programación.

- Por último, pero no por ello de menor importancia, el saldo de la tenencia de títulos de Banco Central (BEM, ICP y CERTD$) por parte del sector no bancario cayó en el primer semestre en torno a ¢180.000 millones.

2.3.2. Manejo de liquidez por parte del BCCR

Demanda de base monetaria

Durante el primer semestre del año la base monetaria mostró un crecimiento medio anual de 17,9% (22,4% en igual período del 2003), no obstante a partir del mes de abril se observó un repunte en la demanda por dinero primario. Por el lado de los usos, hubo un crecimiento mayor de los billetes y monedas en circulación, reflejándose en desvíos hasta del 3,5% del nivel previsto para el mes de mayo, indicador que volvió a sus niveles programados un mes después.

Por su parte, las exigencias de reservas bancarias, así como el encaje excedente (saldos que mantienen los bancos por encima del requerido) crecieron significativamente a partir de abril[8], en respuesta a: i) el fuerte incremento en la captación bancaria antes comentado y, ii) la concentración de esa nueva captación en figuras altamente líquidas, lo cual indujo a la banca a demandar fondos con fines precautorios (para enfrentar eventuales retiros significativos de recursos del público), y que se manifestó en un aumento del porcentaje de encaje excedente[9].

Oferta de base monetaria

Durante este período las principales fuentes de creación de dinero fueron el déficit de la Institución y el uso por parte del Gobierno de los fondos depositados en el Banco Central, tanto en colones como en dólares. El efecto expansivo de estas operaciones fue más que compensado por operaciones con el sector externo, el traslado de recursos de intermediarios financieros no bancarios hacia la Institución así como un incremento en el saldo de Operaciones de Mercado Abierto (BEM e ICP), fundamentalmente constituido bajo la figura de ICP. Las principales medidas tomadas por el Banco Central para el manejo de la liquidez fueron:

[8] Para hacer comparativas las tasas de crecimiento a lo largo del primer semestre del 2004, se supuso un encaje uniforme en 10% desde enero del 2003, pero se mantuvo el porcentaje de reserva excedente que exhibieron los bancos comerciales en cada período.

[9] Mientras en marzo, 2004 el encaje excedente fue de 0,36% de los pasivos sujetos a encaje para las operaciones en moneda nacional, para mayo el indicador alcanzó un 0,9%.

a. Mantener la tasa de encaje en un 10% (vigente a partir del 16 de marzo, 2003) tanto para operaciones en colones como en dólares.

b. Utilizar las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) como principal instrumento de control monetario, sin embargo en este lapso pueden observarse dos cambios importantes en la estructura de estos instrumentos. Por un lado, hubo una ganancia en términos de la participación relativa de los depósitos por encaje dentro de la absorción total; por otro, las inversiones de corto plazo (ICP) mostraron mayor dinamismo que el registrado por las colocaciones a plazos más largos (ver cuadro 3). Estos cambios reflejaron el efecto de eventos como los siguientes:

Cuadro 3. Principales instrumentos del Banco Central
Promedio de saldos diarios en millones de colones

	I semestre 2003	II semestre 2003	I semestre 2004
Operaciones de Mercado Abierto	374.994	438.870	441.966
Bonos Estabilización Monetaria 1/	339.155	398.103	378.748
Inversiones de corto plazo	35.839	40.767	63.218
Depósitos sistema financiero moneda nacional	104.042	126.554	153.107
Bancos comerciales	87.125	102.802	118.908
Otros intermediarios financieros	16.916	23.753	34.199
Depósitos bancos comerciales en moneda extranjera (millones EUA$)	230	272	307

1/ No contempla títulos colocados bajo programas de conversión deuda externa y colonización presa de divisas.

- La renovación parcial de los vencimientos de títulos cupón cero del BCCR y del Ministerio de Hacienda en la subasta del 5 de abril, cuando la asignación representó cerca de dos terceras partes del monto ofrecido. Esta situación generó una disponibilidad importante de fondos en el mercado financiero, que en buena medida fue neutralizado por el Ente Emisor bajo la figura de ICP.
- La mayor demanda por depósitos bancarios, producto de la crisis de los fondos de inversión, presentó una importante concentración en instrumentos de exigibilidad inmediata. En razón de ello, los intermediarios financieros buscaron como contrapartida figuras altamente líquidas como las ICP y los mismos depósitos por encaje, en este último caso manifestándose en un incremento en el encaje excedente.
- Expectativas de aumento en tasas de interés internas ante alzas en las tasas de interés internacionales, a su vez alimentadas por la recuperación de la actividad económica mundial e incrementos esperados en la tasa de política de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que finalmente aumentó en 0,25% a finales del mes de junio.
- La redención anticipada de ¢25.000 millones de BEM a plazos superiores de un año, medida que se comentará más adelante.

En materia de OMA las principales acciones de política tomadas por el Banco Central fueron las siguientes:

b.1. En febrero decidió utilizar la tasa de interés bruta a 30 días como tasa de política, fijándola en 11,68%. Además, dejó establecido que las tasas de interés para las OMA a plazos mayores de 30 días estarán en función de las necesidades de captación del Banco Central, de los rendimientos de estos títulos en mercado secundario y de las condiciones macroeconómicas vigentes[10]. La medida buscó facilitar la intervención de la Institución en los mercados de dinero y el envío de señales de política.

Posterior a esa fecha realizó un par de modificaciones a la tasa de interés de política, con el fin de ajustarla al incremento en las tasas de interés internacionales y restituir el premio por invertir en títulos en moneda nacional. El primero de esos ajustes lo hizo a finales del mes de mayo por 0,57% (la tasa pasó a 12,25%), en tanto que el último ajuste fue de medio punto porcentual (la tasa pasó a 12,75%), y fue aprobado el 30 de junio pero entró en vigencia a partir del 2 de julio del 2004.

b.2. El 17 de mayo del 2004 el Banco Central compró anticipadamente ¢25.000 millones del saldo en circulación de tres emisiones estandarizadas de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) con vencimiento a más de un año plazo. La Autoridad Monetaria con esta operación buscó devolver al sistema financiero los recursos absorbidos de más por medio del encaje excedente, a su vez derivado del aumento en la captación bancaria. Con ello procuró darle estabilidad al precio de estos títulos en el mercado secundario ante el comportamiento decreciente de sus cotizaciones, asociado a la crisis de los fondos de inversión.

c. En materia de gestión de deuda, continuó con el objetivo de separar las operaciones de política monetaria de corto plazo y las de refinanciamiento del déficit del Banco Central, política iniciada a partir de julio del 2003. No obstante, en el segundo trimestre del 2004 la demanda por los títulos de mediano plazo fue prácticamente nula, comportamiento que podría asociarse básicamente con: i) expectativas de aumentos en tasas de interés, ii) masivo retiro de inversionistas de carteras administradas de inversión y de pensión, y iii) si bien la banca recibió una parte importante de los recursos liquidados en dichas carteras administradas, estaban limitados a invertir en figuras como los BEM mediano plazo, pues directamente adquirieron títulos liquidados por esas carteras, y además una parte importante de sus nuevas captaciones eran de exigibilidad inmediata.

d. El BCCR continuó aplicando medidas para mejorar la gestión de su deuda. Así, a inicios de año concretó la cancelación anticipada de los bonos Brady serie B, con fondos provenientes de la colocación de certificados a plazo en dólares en el mercado local[11]. Esta operación le significó una mejora en las condiciones financieras de la deuda en dólares, toda vez que los bonos Brady tenían un costo de 6,25% más una comisión anual de 2%,

[10] Antes existía una estructura de tasas de interés de referencia para los distintos plazos de colocación de OMA.
[11] Realizada en noviembre del 2003.

en tanto la nueva deuda fue colocada a menos del 6% a plazos de cinco y diez años.

2.4. Oferta y demanda agregadas

La actividad económica medida por el Indice Mensual de Actividad Económica muestra, en los primeros meses del año, un buen desempeño de la actividad productiva, sustentado especialmente en la evolución de las industrias de servicios.

La tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) durante los primeros cinco meses del 2004 mostró un crecimiento medio de un 3,8%, y de un 4,1% excluida la Industria Electrónica de Alta Tecnología (IEAT). Estas tasas son superiores a las variaciones experimentadas en la producción de los primeros cinco meses de los últimos cinco años, a excepción del año pasado (7,1% y 5% en ese mismo orden), las cuales reflejan un buen desempeño de la actividad productiva del país durante ese periodo, aunque limitado por la desaceleración de las actividades agropecuaria, manufacturera y la construcción, que el año pasado mostraron un dinamismo inusual.

Cuadro 4
ÍNDICE MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (IMAE)
Niveles y tasas de variación media durante los primeros cinco meses del año

PERIODO ENERO MAYO	NIVEL TENDENCIA CICLO		TASA DE VARIACIÓN (%)	
	SIN IEAT	CON IEAT	SIN IEAT	CON IEAT
1999	143,0	154,4		
2000	147,9	161,0	3,5	4,3
2001	152,4	159,7	3,0	-0,8
2002	157,5	162,7	3,3	1,9
2003	165,5	174,3	5,0	7,1
2004	172,3	180,9	4,1	3,8

En cuanto al dinamismo de las actividades productivas, en el periodo en comentario destacó la producción de servicios sobre la producción de bienes, sobresaliendo, por sus mayores aportes a la tasa de crecimiento, las industrias del transporte, almacenaje y comunicaciones (12,9%); la actividad hotelera (16,2%); los servicios de intermediación financiera y seguros (9,3%) y la actividad comercial (2,8%[12]).

El Programa Monetario 2004-2005 contempló un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para el 2004 de 4,4% y de 4% excluyendo la Industria Electrónica de Alta Tecnología (IEAT). En el primero de los casos la revisión de la estimación con cifras observadas a mayo apunta hacia un 3,9%, en tanto que el PIB excluyendo la IEAT crecería a tasas similares a las previstas en un inicio (4,1%). La contribución de la demanda externa neta será un factor importante en la evolución de la producción, además de que se espera que en el 2004 la demanda interna crezca a un ritmo medio de 3%, impulsada por el consumo

[12] Tasas de variación de la serie original, correspondiente al periodo enero mayo del 2004 respecto a igual periodo del 2003.

final, pues la formación bruta de capital total aportará sólo 0,6 puntos porcentuales a ese crecimiento[13].

En términos de la composición de la producción por actividad, las industrias que más aportarán al crecimiento proyectado de 4,1% en el 2004 son Transporte, almacenamiento y comunicaciones; Comercio, restaurantes y hoteles; Industrias manufactureras; y Establecimientos financieros y seguros. El comportamiento de estas industrias está sustentado en las siguientes perspectivas:

- La dinámica en comunicaciones estaría determinada en especial por la telefonía móvil e Internet.
- Por su parte, el turismo receptor se espera continúe con el dinamismo observado en los primeros cinco meses del año, lo que impulsará los servicios turísticos, tales como aviación, agencias de viajes y alquiler de autos, restaurantes y hoteles.
- En cuanto a las industrias manufactureras, se espera que en lo que resta del año superen las situaciones irregulares que se han dado durante los primeros cinco meses del año (tales como el menor beneficiado de café por el adelanto de la cosecha 2003-2004, el traslado de la planta de producción por parte de algunas empresas líderes y problemas de abastecimiento de materias primas) y su mayor actividad productiva se sustenta en la evolución observada de las exportaciones, principalmente del régimen de Zonas Francas y las ventas externas a Centroamérica.
- Los servicios de intermediación financiera se estima crecerán primordialmente por el desempeño de la banca comercial, en especial las colocaciones de crédito al sector privado para vivienda, construcción y consumo, así como un incremento en los ingresos por comisiones por la cobranza de servicios públicos, manejo de tarjetas de crédito y cambio de divisas.

2.5. Situación financiera del Sector Público Global Reducido

Si bien el déficit acumulado del SPGR al mes de mayo es mayor al observado en igual lapso del 2003 (en términos del PIB), se espera una mejora en el año en relación con lo previsto originalmente en el Programa.

Según cifras preliminares a mayo del 2004, el déficit acumulado del Sector Público Global Reducido (SPGR), representó un 1,9% del PIB, porcentaje superior en 0,5 p.p. al registrado en igual lapso del 2003. En este comportamiento influyó el mayor déficit del Gobierno Central y, especialmente, el deterioro del resultado financiero del resto de las instituciones del sector público. Particularmente se tiene:

[13] A pesar del fuerte crecimiento en la inversión en maquinaria y equipo de las zonas francas, se espera un descenso en este rubro afectado por una etapa de disminución en el ciclo de equipamiento del Instituto Costarricense de Electricidad y la Caja Costarricense del Seguro Social. Además, las nuevas construcciones crecerán menos que en el 2003 por la caída en las obras ejecutadas por el sector público.

Cuadro 5
Resultado Financiero del Sector Público Global Reducido
Cifras acumuladas a mayo como porcentaje del PIB

	2003	2004	Diferencia
Sector Público Global Reducido	-1,4	-1,9	0,5
Banco Central de Costa Rica	-0,6	-0,5	-0,1
Sector Público no Financiero	-0,8	-1,4	0,6
Gobierno Central	-0,8	-1,1	0,3
Resultado primario	0,9	0,9	0,1
Resto Sector Público no Financiero	0,0	-0,3	0,3

a. El mayor déficit del Gobierno estuvo determinado básicamente por un menor crecimiento de los ingresos tributarios en términos reales y un mayor pago de intereses.
   i. El comportamiento de los ingresos reflejó un menor crecimiento de la recaudación por concepto de impuesto sobre la renta[14], una de las principales fuentes de ingreso para el Fisco. El efecto de dicho tributo fue parcialmente compensado, entre otros, por un mayor dinamismo del impuesto sobre las ventas internas y un resultado menos negativo en impuestos aduaneros.
   ii. Los gastos del Gobierno en estos primeros cinco meses muestran un crecimiento real de 7,2% (-5,3% en igual período del 2003), determinado principalmente por un aumento real de 14% en el pago de intereses sobre la deuda pública (-2,3% en igual lapso del 2003), comportamiento asociado con el cambio de estructura en la colocación de títulos fiscales que llevó a una concentración de vencimientos en esta primera parte del año. Adicionalmente incidieron las mayores transferencias, particularmente a la Caja Costarricense del Seguro Social, Fondo de Educación Superior, Consejo Nacional de Viabilidad y a las Juntas de Pensiones[15].

   El comportamiento indicado de los ingresos y egresos dio lugar a un déficit financiero de ¢83.667 millones, sin embargo al excluir los intereses se obtiene un superávit primario de ¢68.938 millones, que representa un 0,86% del PIB, 0,07 por debajo de lo observado a mayo del 2003.

b. El deterioro en el resultado del resto del sector público no financiero reducido, respecto a lo observado en igual período del 2003 reflejó principalmente:
   i. Un desbalance en el ICE, consecuencia de pagos por compras de bienes y servicios en el área de telecomunicaciones realizadas el año anterior, que fueron canceladas a inicios del 2004, y en general, mayores gastos de capital concentrados en el primer trimestre del año. Sin embargo, de acuerdo con lo indicado por el ICE estas obligaciones estaban contempladas en la programación y en lo que resta del año el ritmo de gasto disminuirá.

[14] En el 2003 esta partida estuvo afectada por la aplicación de la Ley de Contingencia Fiscal y la amnistía tributaria.

[15] A inicios del 2004 se empezó a regular el sistema de traspaso de recursos a las instituciones públicas, lo cual ha permitido realizar un flujo de desembolsos mensual, en contraste con lo observado en el 2003 cuando dicho gasto se concentró en el II semestre.

ii. El deterioro financiero de RECOPE por mayores gastos de factura petrolera. Por la metodología aplicada para ajustar el precio interno de los combustibles, el alza promedio en el precio internacional del crudo no ha sido compensada en su totalidad por el ajuste en precios internos.

c. Por último, el déficit del Banco Central de Costa Rica aumentó en términos absolutos entre ambos períodos, pero con respecto al PIB registró una mejora de 0,1%. Si bien la Institución ha hecho esfuerzos importantes en aras de mejorar su situación financiera[16], estas medidas no pueden aplicarse en forma recurrente. Así, el BCCR tiene claro que, por la naturaleza y magnitud del déficit, la solución a este problema no podría darse con los instrumentos que tiene a su alcance[17]. En razón de lo anterior es imprescindible que se concrete la capitalización del BCCR al amparo de lo dispuesto en el artículo 175 bis de la Ley 7558 y, además se avance en buscar una solución definitiva al problema del déficit con el apoyo por parte de la Hacienda Pública.

Por último, en términos de las estimaciones de déficit del SPGR incorporadas en el Programa Monetario (4,1%) se espera una mejora de 0,2% del PIB en el 2004, por cuanto, el Ministerio de Hacienda contempla un menor déficit en el año (en 0,3% del PIB) producto esencialmente de medidas de contención de gasto. En el caso del BCCR también se espera una ligera mejora (0,1% del PIB), principalmente por el cambio en la composición de las OMA en favor de inversiones de corto plazo, cuyo costo financiero es más bajo que el de los BEM, y el aumento en la tasa de encaje. Estos efectos serían compensados parcialmente por un menor superávit del resto del SPGR.

2.6. Balanza de pagos, flujos de capital y tipo de cambio

En el primer semestre del 2004 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos presenta un deterioro en términos de lo contemplado en el Programa Monetario, en buena medida respondiendo a precios del petróleo muy por encima de lo previsto.

En los primeros meses del 2004 el entorno económico mundial evolucionó en un contexto de eventos con implicaciones contrapuestas en la gestión económica del país. En mayo, se firmó el tratado de libre comercio entre Centroamérica y Estados Unidos (CAFTA) lo cual aunado a la reactivación en el dinamismo en la actividad económica de los principales socios comerciales, sobresalieron como factores positivos en ese lapso. Por su parte, el precio del petróleo alcanzó niveles altos con el consecuente deterioro en los términos de intercambio.

[16] Entre las medidas tomadas en los últimos años destacan:

a. Mejoró las condiciones financieras de su deuda en dólares, ejerciendo la opción de redimir anticipadamente los bonos Brady (emitidos para concretar la recompra de la deuda externa a inicios de los años noventa) con recursos contratados en condiciones financieras más favorables.
b. En el 2003 una parte importante de la absorción monetaria se realizó por medio del incremento en el encaje.

[17] La Autoridad Monetaria no puede disminuir de manera permanente su propio desbalance financiero, principalmente por que sus únicas fuentes de ingreso son las derivadas de su función de emisor y de la reinversión de las reservas de encaje legal. Obviamente en el caso de la emisión, su uso debe guardar relación con las condiciones prevalecientes en la economía, pues en la medida en que se produzcan excesos de liquidez, éstos podrían provocar presiones excesivas sobre los precios internos o la posición externa del país.

En materia de financiamiento externo neto durante los primeros meses del año, sobresalió la redención anticipada de los bonos Brady serie B por $214,1 millones por parte del Banco Central, compensada por la colocación de bonos soberanos por parte del gobierno por $250 millones y $60 millones colocados por el Instituto Costarricense de Electricidad. Por tanto la reducción en las RIN en el semestre se debió fundamentalmente a la operación programada de los bonos Brady arriba mencionada.

Los elementos más importantes en la evolución del sector externo acontecidos en el primer semestre del año fueron los siguientes:

Cuenta Corriente

El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue de 1,8% respecto al PIB, inferior al 2,6% observado en igual lapso del año precedente. Un resultado más favorable en la cuenta de servicios y menos deficitario en la renta de factores, más que compensaron el mayor déficit en la cuenta de bienes. Al respecto se tiene que:

a. Las ventas externas de mercancías generales crecieron a una tasa anual de 10,1% en el primer semestre (principalmente productos tradicionales como café y banano). Las empresas amparadas a los regímenes especiales de comercio exterior por su parte aumentaron en 13,4% sus exportaciones, por lo que ambos sectores compensaron las menores ventas externas de la IEAT[18].
b. Las importaciones aumentaron en 6,3% con respecto al mismo periodo del 2003. Este comportamiento estuvo determinado por las mayores importaciones de mercancías generales (3,3%) y de zonas francas (15,7%), pues las realizadas por empresas del régimen de perfeccionamiento activo más bien disminuyeron en 2,8%. En el caso de las mercancías generales incidió la mayor erogación por la factura petrolera resultado del mayor precio promedio del cóctel que pasó de $34,9 a $39,9 por barril entre ambos lapsos.
c. El aporte neto de la cuenta de servicios subió levemente con respecto al primer semestre del año previo, en el cual incidió el mayor dinamismo en el turismo receptivo.
d. La menor actividad de la IEAT llevó a menores utilidades distribuidas e incidió en un resultado menos deficitario en la cuenta de renta (1,3% del PIB en el primer semestre del 2004 contra 3,0% del producto en igual período del 2003).

Cuenta Financiera

Los flujos netos de capital durante el primer semestre de 2004 fueron menores a los registrados en igual lapso del 2003, tanto para el sector público como privado, destacando lo siguiente:

a. En lo que respecta a los flujos de capital público, los desembolsos fueron de $396,9 millones, donde sobresalen los ingresos provenientes de la colocación de títulos en plazas internacionales por parte del Gobierno ($250 millones) y el ICE ($60 millones). Por su parte, las amortizaciones alcanzaron los $348,0

[18] El valor exportado por las zonas francas se redujo en 6,3%, mientras que el de perfeccionamiento activo en 2,4%. En el primero de los casos la IEAT registró una caída en sus ventas de 31,8%, en tanto que el resto de las empresas de zonas francas aumentaron sus ventas en 15,4%.

millones en este lapso siendo el pago anticipado de los bonos Brady serie B por parte del Banco Central ($214,1 millones) el más importante.

b. Los flujos de capital privado registraron una disminución debido a menores flujos de "otro capital privado" y de recursos orientados a la inversión extranjera.
c. La caída en las Reservas Internacionales Netas de $201,6 millones durante los primeros seis meses del año obedeció, principalmente, al pago anticipado de los Bonos Brady serie B.

Perspectivas de cierre de 2004

El déficit en cuenta corriente como proporción del PIB para el 2004 se estima muestre una disminución con respecto al del 2003 (de 5,5% a 5% del PIB). No obstante el aumento esperado en el déficit comercial, producto principalmente del mayor importe de la factura petrolera y las compras de las empresas de zonas francas, excluida la IEAT, se prevé un mayor dinamismo en turismo y menores utilidades distribuidas.

Pese a la caída en el déficit en cuenta corriente previsto, los menores desembolsos del sector público y flujos netos de capital privado más bajos, aunado al pago adelantado de los bonos Brady serie B por $214,1 millones, resultarían en una pérdida de activos internacionales en torno a los $200 millones al cierre del año.

Política cambiaria

En el primer semestre del 2004 la apreciación real del colón se estima en 3% con respecto a diciembre del 2003.

La pauta de ajuste del tipo de cambio nominal del colón respecto al dólar estadounidense fue en promedio de quince céntimos diarios en el primer semestre del 2004 y llevó a una variación del tipo de cambio de 9,8%, un punto porcentual menor a la resultante en igual período del 2003. El Indice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral mostró una apreciación real del colón de 3% respecto al nivel registrado en diciembre último; ello en el tanto la variación del tipo de cambio nominal no compensó el diferencial entre la inflación interna y externa y la pérdida de poder adquisitivo de las monedas de los principales socios comerciales con respecto al dólar estadounidense.

3. La política monetaria para el lapso agosto 2004-diciembre 2005

En la primera parte del año, la economía costarricense se caracterizó por una evolución favorable en su actividad económica y por una política monetaria acorde con el objetivo de estabilidad interna y externa. Sin embargo también enfrentó un shock externo no contemplado en el Programa Monetario: mayores precios del petróleo y de otras materias primas.

Como resultado de ello, la tasa de inflación del primer semestre fue superior a la esperada y hace que los pronósticos del crecimiento del Indice de Precios al Consumidor para el 2004 se ubiquen alrededor del 11%, dos puntos porcentuales por encima de la meta de inflación contemplada en el Programa Monetario.

Por otra parte, las proyecciones para el Indice Subyacente de Inflación del 2004 apuntan a un crecimiento mayor al contemplado en el Programa original. Lo mismo ocurre con las proyecciones iniciales realizadas para el 2005, las cuales se han visto afectadas por algunos de esos eventos externos y por otros de carácter interno como ajustes en el precio de bienes y servicios regulados. Estimaciones recientes apuntan nuevamente hacia tasas de inflación de dos dígitos contrario al objetivo que el Banco Central había planteado a inicios del año, de hacer converger la inflación interna a la internacional en el mediano plazo.

Aún cuando se reconoce que este comportamiento de la inflación está altamente influenciado por factores externos, y no por una política monetaria laxa, tal como lo confirma la evolución de los agregados monetarios durante el primer semestre del 2004, ahora es necesario ajustar dicha política para que el crecimiento de dichos agregados sea coherente con el objetivo planteado.

Además del impacto en los precios internos, el elevado precio del petróleo y otras materias primas, como consecuencia de los conflictos en el Medio Oriente y la expansión económica de China e India, también ha provocado un desvío en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos con respecto a lo programado, situándolo en un 5% del Producto Interno Bruto, por lo que por tercer año consecutivo ese indicador alcanza o sobrepasa ese porcentaje, el cual está por encima de la relación que se considera apropiada para Costa Rica pues obliga a acudir con mayor intensidad al ahorro externo para financiar dicho déficit.

Por otro lado, aún cuando el Programa Monetario del 2004 aprobado en enero, no contempló explícitamente la aprobación de la Reforma Fiscal, su implementación en los primeros meses de este año era un elemento que favorecería las expectativas de los agentes económicos respecto al clima de inversión, y coadyuvaría a alcanzar las metas previstas por el Banco Central de Costa Rica. El retraso en la aprobación de dicha reforma y la incertidumbre respecto a su futuro, es un elemento negativo desde el punto de vista de la imagen del país ante la comunidad financiera internacional, que se podría reflejar en una menor afluencia de capitales y en el pago de un mayor "spread" financiero para cubrir la prima por "riesgo país".

En el contexto anterior, donde se vislumbra un agravamiento de los desequilibrios en el ámbito interno y con el sector externo (mayor inflación y déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos) y dado el escaso margen de maniobra de la política fiscal ante la ausencia de una reforma fiscal propuesta que ayudaría a corregirlos, el Banco Central se ve obligado a aumentar la intensidad de la política monetaria con respecto a lo programado a principios de año[19].

[19] El Banco Central da seguimiento al problema de las finanzas públicas por el impacto que la política fiscal tiene en la economía. Por un lado, el exceso de gasto afecta la demanda interna, con la consecuente presión sobre los precios internos y la posición externa del país, este último efecto es conocido en la literatura como "déficit gemelos". Por otro, la percepción que puedan tener los agentes económicos sobre la sostenibilidad de la política fiscal influye en el desempeño de los mercados financieros. Así, problemas en el campo fiscal afectan la consecución de los objetivos dados al Banco Central, centrados en la estabilidad de precios y en la búsqueda de la estabilidad macroeconómica y financiera.

La revisión del programa monetario formulada bajo un panorama de ausencia de reforma fiscal contempla, por tanto, medidas de carácter precautorio para evitar que en lo que resta de este año y el próximo se agudicen los desbalances mencionados. Especialmente porque de no darse esa reforma la afluencia de recursos externos al país se reduciría, dificultando financiar un déficit en la cuenta corriente de magnitud similar al de años anteriores.

Las metas que se establecen en la presente revisión del Programa corresponden al año 2005, ello en razón de que se reconoce el efecto rezagado de la política monetaria, el cual impide que sus acciones se reflejen en su totalidad en el año 2004. Concretamente se establece:

a) Dado que el Índice Subyacente de Inflación (ISI) está más relacionado con la política monetaria, el Banco Central se propone una meta de inflación en términos de este indicador entre 8,5% y 9,0%.

b) En cuanto al objetivo de estabilidad externa la política monetaria buscará ubicar el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en un 4% respecto al PIB, porcentaje consistente con el financiamiento externo estimado para ese año.

Medidas de política

De acuerdo con las estimaciones, se espera que el crecimiento de la demanda de numerario por parte de los agentes económicos se ubique en torno al 10,7% en ambos años, y que la demanda por activos financieros menos líquidos al término del 2004 todavía refleje cierto efecto del ajuste de las carteras de inversión, provocado por la crisis de los fondos de inversión. Dado el comportamiento previsto para el resto de variables, el Banco Central procurará alcanzar los objetivos planteados con los siguientes instrumentos de política:

- La tasa de encaje mínimo legal aumentará en dos puntos porcentuales tanto para operaciones denominadas en moneda nacional como extranjera. El 1° de setiembre del 2004 ajustará un punto porcentual y el 1° de octubre del mismo año otro punto porcentual. En vista de que el encaje permite aminorar el ritmo de expansión de la liquidez y del crédito, la medida busca contribuir a alcanzar un objetivo de estabilidad de corto plazo, dada la limitación que impone el desequilibrio fiscal (incluido el del BCCR) a la efectividad de la política monetaria.

- Las operaciones de mercado abierto continuarán siendo el principal instrumento de control monetario y el Banco Central seguirá un esquema flexible en su política de tasas de interés, considerando para ello las condiciones del mercado doméstico y la evolución de los mercados internacionales, procurando dar al inversionista un rendimiento atractivo en términos del que ofrezcan instrumentos financieros denominados en moneda extranjera.

- A partir del 27 de julio del 2004 el Banco Central aumentará la pauta de variación diaria del tipo de cambio de ¢0,15 a ¢0,17 céntimos. El ajuste cambiario es un elemento importante para mantener la competitividad externa de los bienes comercializables producidos internamente.

- El Banco Central renovará los vencimientos de Certificados de Depósito a Plazo en dólares que se presenten en el período. En ausencia de otras fuentes de constitución de reservas externas, el no cumplimiento de este supuesto llevaría a una caída importante en los activos externos de la Institución.

A continuación se presenta un resumen con los principales resultados macroeconómicos para el 2004 y el 2005.

Cuadro 6
Principales Resultados Macroeconómicos
Proyecciones Macroecnómicas

	2003	2004	2005
	Observado	Rev. Programa Monetario	
PIB sin IEAT			
Real	5,4%	4,1%	3,0%
Nominal	15,0%	14,9%	13,1%
Deflator implícito	9,1%	10,5%	9,8%
PIB			
Real	6,5%	3,9%	2,9%
Nominal	14,8%	14,9%	13,1%
Deflator implícito	7,8%	10,6%	9,9%
Inflación: Variación anual del IPC	9,9%	11,0%	10,0%
Inflación: Variación anual del ISI	8,9%	9,7%	9,0%
PIB nominal (millones ¢)	6.947.590	7.981.273	9.022.902
Balanza de Pagos			
Cuenta corriente (%PIB)	-5,5%	-5,0%	-4,0%
Cuenta comercial (%PIB)	-9,0%	-9,9%	-8,5%
Renta (%PIB)	-4,9%	-3,8%	-4,6%
Cambio RIN de BCCR	341	(200)	0
Cuenta de Capital y financiera (millones $)	1.308	715	752
Sector Público	319	45	143
Sector Privado	989	671	609
Sector Monetario (variac. %)			
Agregados Monetarios			
Emisión	10,2%	10,7%	10,7%
Medio Circulante	17,9%	15,5%	13,5%
Liquidez total a/	13,4%	15,2%	13,3%
Crédito sector privado a/	13,6%	12,5%	9,0%

a/ Estas tasas excluyen el efecto cambiario.