BCCR

REVISION DEL PROGRAMA MONETARIO 2005-2006

BANCO CENTRAL de COSTA RICA

Julio 2005

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

MBA Federico Carrillo Zürcher

Vicepresidente

Dr. Luis Mesalles Jorba

Directores[1]

MAE Jorge Alfaro Alfaro

Licda. Hilda Pepita Echandi Murillo

[1] A la fecha de esta revisión, los nombramientos del Dr. Bernal Jiménez Chavarría y del MEE José Eduardo Angulo Aguilar están pendientes de ratificación por parte de la Asamblea Legislativa. Dichos nombramientos fueron remitidos por el Consejo de Gobierno mediante oficios de fechas 8 de marzo y 5 de abril, ambos del 2005, respectivamente.

El artículo 14, inciso b), de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) establece la obligatoriedad de que la Institución publique, en el mes de enero de cada año, el Programa Monetario que se propone ejecutar a fin de procurar la consecución del objetivo que le asigna la ley constitutiva. Además, indica que en el mes de julio publicará cualquier modificación que introduzca en dicho ejercicio.

En cumplimiento de lo anterior, se presenta la "Revisión del Programa Monetario 2005-2006", 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 los próximos dieciocho meses.

CONTENIDO

1. La política monetaria y cambiaria en el primer semestre del 2005 1

2. Entorno económico 4

   2.1. Contexto internacional 4
   2.2. Precios internos 6
   2.3. Agregados monetarios y crediticios 8
   2.4. Oferta y demanda agregadas 12
   2.5. Situación financiera del Sector Público Global Reducido 13
   2.6. Balanza de pagos 16

3. Perspectivas macroeconómicas y estrategia de Política Monetaria 18

   3.1. Perspectivas para el período julio 2005- diciembre 2006 18
   3.2. Programa Monetario para el período julio 2005-diciembre 2006 23
   3.3. Balance de riesgos 26

1. La política monetaria y cambiaria en el primer semestre del 2005

En enero del 2005 la Junta Directiva de la Institución[2] anunció que la política monetaria sería conducida con el fin de alcanzar, al término del año, una inflación anual de 10%, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor y, en torno al 9% tomando como referencia la variación del Índice Subyacente de Inflación (ISI). Subsidiariamente, las acciones de política buscaron ubicar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos en un 4,2% del producto, consistente con el flujo de financiamiento externo previsto para el año, por lo que se programó un nivel de reservas internacionales netas similar al del cierre del 2004.

El ejercicio se sustentó en los siguientes supuestos:

i) Un menor crecimiento mundial, dada la persistencia de los déficit fiscal y en cuenta corriente en Estados Unidos, precios del petróleo y de materias primas relativamente altos (el precio promedio del coctel de hidrocarburos se estimó en $50 por barril), expectativas de una mayor depreciación del dólar y, aumentos en las tasas de interés en los mercados internacionales.

ii) Una desaceleración en el ritmo de crecimiento real de la economía interna (3,2% versus 4,2% del 2004), determinada, principalmente, por un deterioro adicional de los términos de intercambio, un menor crecimiento de la economía estadounidense y, el aumento previsto en las tasas reales de interés, tanto en el ámbito interno como externo.

iii) Un déficit del Sector Público Global Reducido en torno al 3,9% del producto. Ello en respuesta, básicamente, del comportamiento del Gobierno, toda vez que no se preveían cambios en la relación del resultado financiero a PIB de las entidades públicas (superávit) y del BCCR (déficit). En el caso del Gobierno el panorama era incierto, pues no habían señales claras sobre el futuro del proyecto de ley del Plan Fiscal y Reforma Fiscal Estructural y, por ser un año preelectoral, eran previsibles presiones por el lado del gasto.

Al igual que en el 2004, en esta primera parte del año la economía costarricense enfrentó fuertes choques externos, con repercusiones importantes en variables clave, como la inflación. De estos eventos destacan el incremento en las cotizaciones internacionales del petróleo y del café. Esta situación restó grados de libertad a la política monetaria en su afán por continuar el proceso de convergencia de los precios internos hacia los niveles de inflación de nuestros principales socios comerciales.

Si bien la Autoridad Monetaria previó que se podrían presentar perturbaciones de oferta, la magnitud y duración de los choques observados fueron mayores a lo esperado. En este contexto, las políticas del Banco Central estuvieron dirigidas al control de la liquidez, destacando las siguientes:

[2] El Programa Monetario fue aprobado mediante artículo 6 del Acta de la Sesión 5229-2005, celebrada el 05 de enero del 2005.

a) La tasa de interés de política[3] fue modificada durante el semestre recién concluido. En enero, el Directorio la incrementó en cincuenta puntos base para ubicarla en 14,50%[4]. La medida buscó, por un lado, señalizar el tono restrictivo de la política monetaria, dada su preocupación por contener la aceleración del crecimiento de los precios internos y, por otro, procuró compensar el efecto que sobre el premio por ahorrar en moneda local tuvo la tendencia creciente de las tasas de interés internacionales.

Esta medida conjuntamente con la reducción de la pauta de devaluación a partir de enero del 2005, incrementó el premio por invertir en títulos de deuda pública en moneda nacional respecto a otras opciones en el mercado interno y externo. Esto incentivó la entrada de capitales del exterior, con la consecuente monetización de recursos que debió ser absorbida por el Ente Emisor, y dificultó el manejo de la política monetaria, con un efecto negativo sobre el resultado financiero de la Institución.

En razón de lo anterior el Banco Central tomó medidas para replantear el uso de sus instrumentos, en procura de controlar la liquidez de la economía sin incentivar la entrada de capitales; estas medidas fueron:

i) Con el propósito de contener esas entradas no previstas de capital externo y, en vista del poco efecto que los aumentos en las tasas de interés del BCCR habían tenido sobre el resto de tasas del sistema financiero, el BCCR decidió reducir paulatinamente sus tasas de captación en la subasta y ajustarlas a las tasas vigentes en el mercado secundario de títulos[5].

ii) En los primeros seis meses del año se mantuvo la tasa de encaje mínimo legal en 12%, tanto para operaciones denominadas en colones como en moneda extranjera. No obstante, en junio dispuso incrementar este requerimiento en 3 puntos porcentuales (p.p.), hasta llevarlo en forma gradual al máximo establecido en el artículo 63 de la Ley Orgánica del Banco Central (15%), a partir del próximo mes de agosto[6].

iii) En junio el BCCR disminuyó la tasa de interés bruta de política en cincuenta puntos base, para ajustarla al comportamiento de las tasas de interés de los BEM colocados en subasta conjunta.

b) El Banco Central continuó utilizando sus Operaciones de Mercado Abierto como principal instrumento de control monetario.

[3] La tasa de interés bruta para inversiones a 30 días del Banco Central es utilizada como referencia de decisiones de política monetaria. Para plazos mayores, las tasas de interés de las OMA están en función de las necesidades de absorción, de los rendimientos para estos títulos en mercado secundario y de las condiciones macroeconómicas.

[4] Mediante artículo 11 del Acta de la Sesión 5230-2005.

[5] En esta primera parte del año se observó una brecha importante entre el rendimiento de los BEM colocados en subasta conjunta y su cotización en mercado secundario, que generó atractivos márgenes de ganancias a los inversionistas que colocaban sus recursos en la subasta, para negociarlos posteriormente en mercado secundario.

[6] Mediante artículo 5 del Acta de la Sesión 5235-2005.

En esta primera parte del 2005 la Institución mantuvo una activa participación en el mercado cambiario, producto, entre otros, de mayores ingresos netos por turismo, entradas de capital externo y liquidaciones internas de divisas para colocar los recursos en títulos públicos en moneda nacional[7], estos dos últimos eventos, en buena medida, asociados con un premio por ahorrar en colones relativamente alto.

Precisamente en procura de neutralizar el efecto expansivo de esa compra neta de divisas, el saldo medio de las OMA se ubicó en torno a los ¢653.000 millones en el primer semestre del 2005, 48% más alto que el resultante un año atrás y, 38% mayor que el saldo observado a finales del 2004. Dentro de las OMA hubo un aumento en la participación relativa de las Inversiones de Corto Plazo (ICP).

Cuadro 1
Composición de la absorción del BCCR
Con base en promedio de saldos diarios

	I semestre 2004	I semestre 2005
Operaciones Mercado Abierto	69%	73%
Bonos de Estabilización Monetaria/*	*86%*	*82%*
Inversiones de Corto Plazo/*	*14%*	*18%*
Depósitos Gobierno colones	7%	4%
Depósitos sistema financiero colones	24%	23%

**/ Participación relativa dentro de las OMA.*

c) El Banco Central no renovó los vencimientos de Certificados de Depósito a Plazo en dólares de inicios de año ($50 millones), decisión que sustentó en su activa participación como comprador neto de divisas en el mercado privado de cambios.

En materia cambiaria, el Banco Central aplicó una pauta promedio de ajuste diario del tipo de cambio nominal de 15 céntimos en este primer semestre del año, en procura de mantener la neutralidad cambiaria, dado el comportamiento previsto en ese momento del diferencial entre la inflación interna y la de nuestros principales socios comerciales y, del dólar estadounidense con respecto a la canasta de monedas de esos socios comerciales.

Con esa pauta, el incremento en la cotización de la divisa estadounidense fue de 4,2% y, la devaluación nominal del colón de 4,0%, ambas con respecto a diciembre del 2004. Estas variaciones fueron 0,3 p.p. inferiores a las de igual lapso del año anterior.

En este período el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral mostró una apreciación real de 1,6%, no obstante, el nivel medio del indicador fue superior en 0,5% a igual promedio del 2004. La apreciación de la moneda nacional tuvo su origen en la pérdida de poder adquisitivo de las monedas de

[7] En esta primera parte del año el Ministerio de Hacienda y el BCCR tuvieron vencimientos de títulos en dólares por $245millones, de los cuales renovaron alrededor de $20 millones. Dada la escasa disponibilidad de papel en moneda extranjera, así como el comportamiento del premio por ahorrar en moneda nacional, muchos de los tenedores de estos títulos liquidaron los recursos recibidos, lo que se reflejó en las operaciones del mercado privado de cambios.

los principales socios comerciales[8] respecto al dólar de los Estados Unidos, toda vez que el diferencial entre la inflación interna[9] y externa fue compensado por el incremento del tipo de cambio nominal. En contraste, el indicador del Tipo de Cambio Efectivo Real Bilateral con los Estados Unidos registró en los primeros seis meses del 2005 una depreciación del colón de 0,6%.

2. Entorno económico

La evolución de las principales variables macroeconómicas durante esta primera parte del año, cuyo detalle a nivel sectorial se presenta en este apartado, se caracterizó por:

i) Un crecimiento de los precios internos, superior a la meta contemplada en el Programa Monetario de enero del 2005, explicado principalmente por choques de oferta y no de demanda interna. Además, pareciera que en los últimos meses estos choques de oferta han contaminado las expectativas de inflación.

ii) Un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos mayor al observado un año atrás, en buena medida, afectado por el comportamiento alcista y volátil de los precios internacionales del petróleo. A pesar de ello, la economía contó con un flujo de recursos externos suficiente para financiar esa brecha y generar un aumento en las reservas internacionales netas.

iii) Una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad económica.

Ese panorama estuvo presente en un contexto de política de corte restrictivo en los campos fiscal y monetario. En el primero de los casos, hubo esfuerzos meritorios por mejorar la situación financiera del Gobierno, en ausencia de un plan de reforma fiscal. Por su parte, el Banco Central mantuvo el tono contractivo de su política y neutralizó con Operaciones de Mercado Abierto, particularmente de muy corto plazo, excesos de liquidez que de lo contrario se hubieran traducido en presiones sobre el gasto; no obstante, estos recursos constituyen riesgos potenciales para la estabilidad de precios en el mediano plazo.

2.1. Contexto internacional

La economía mundial ha mantenido un ritmo de crecimiento sostenido, en torno al 4%, en un ambiente que, en relación con lo previsto en el Programa de inicios de año, se caracteriza por mayores tasas de interés y más elevados precios del petróleo.

Las presiones inflacionarias a escala mundial continúan siendo relativamente moderadas, pese al aumento en los precios del petróleo. Aún cuando se espera

[8] El conjunto de monedas de los 19 principales socios comerciales mostró una depreciación de 2,1% en el primer semestre del 2005, originada fundamentalmente en las pérdidas de valor respecto al dólar estadounidense de 12,1% de la corona sueca, 10,7% del bolívar venezolano, 9,1% del euro, 5,7% de la libra esterlina y 4,5% del yen. El peso colombiano, el quetzal guatemalteco y el peso mexicano, registraron apreciaciones nominales en el lapso enero-junio del 2005.

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

que en el corto plazo el precio del petróleo siga siendo alto y volátil[10], los analistas internacionales[11] consideran que éstos han perdido importancia relativa en la formación de precios. No obstante, esta variable continúa representando un riesgo significativo para las perspectivas de la economía mundial, pues nuevos incrementos o la persistencia de los niveles actuales durante un período más largo de lo esperado, podría provocar efectos negativos más pronunciados en el futuro.

Más específicamente destaca lo siguiente:

Cuadro 2

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

	Crecimiento PIB				Inflación (IPC)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Estados Unidos	3,0	4,4	3,6	3,6	2,3	2,7	2,7	2,4
Socios Europeos	0,7	2,1	1,7	2,2	1,9	1,9	1,9	1,7
Centroamérica	2,3	2,8	3,1	3,6	5,0	6,6	5,0	4,0
Resto de América	1,2	6,2	3,7	3,6	7,5	5,9	5,7	6,1
Japón	1,4	2,6	0,8	1,9	-0,2	0,0	-0,2	0,0
Total Socios	**2,1**	**3,9**	**3,0**	**3,2**	**3,2**	**3,4**	**3,1**	**2,9**
Total Mundial	**4,0**	**5,1**	**4,3**	**4,4**	**3,7**	**3,7**	**3,6**	**3,1**

Fuente: Fondo Monetario Internacional, mayo del 2005

a) La economía estadounidense mostró una desaceleración al cierre del primer trimestre (3,5%), en buena medida, determinada por el menor dinamismo del gasto en consumo privado y en inversión empresarial, afectado a su vez por una política monetaria menos laxa. La Reserva Federal incrementó la tasa de descuento en 175 puntos básicos entre junio del 2004 y junio del 2005, con el propósito de ubicar las tasas de interés en niveles neutros (eran negativas en términos reales), incidir en los desbalances fiscal y de cuenta corriente y, mantener la estabilidad de precios.

b) Por su parte, la actividad económica en Europa ha mostrado en el 2005 escaso dinamismo, asociado con la debilidad de la demanda externa e interna, los altos niveles de desempleo y la apreciación experimentada por el euro en los últimos dos años. En la primera mitad del 2005 esta divisa se depreció, comportamiento sobre el que pudo haber incidido el rechazo a la Constitución Europea por parte de Francia y Holanda, pues ello podría entrabar las reformas estructurales requeridas, aumentar el riesgo de indisciplina fiscal y alentar sentimientos nacionalistas y de parálisis política.

c) La economía japonesa, al igual que en el 2004, mostró inestabilidades en la actividad productiva en el primer trimestre del año, no obstante se reconocen las mejoras, aunque de manera paulatina, en la solución de los problemas del sector financiero.

[10] Por el estrecho margen de capacidad productiva sin utilizar y, la gran sensibilidad que presentan ante cambios imprevistos en la oferta y demanda del producto. Precisamente la mayor demanda del crudo en este primer semestre del año respondió, en parte, a la limitada capacidad para incrementar la oferta, la preocupación por la seguridad del suministro de petróleo ligada a los problemas políticos en el Medio Oriente e inclusive, a factores especulativos, que impulsaron las cotizaciones del crudo al alza, para llevarlas a $62 por barril a finales de junio.

[11] Entre ellos el Fondo Monetario Internacional, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y el Banco Central Europeo.

d) Durante el segundo semestre del 2004 y el primer semestre del 2005 los "spreads" soberanos para las economías emergentes mostraron los niveles más bajos de los últimos siete años, como consecuencia de la mayor liquidez en los mercados financieros, la mejora en el perfil de la deuda y, la aceptación de mayores riesgos por parte de los inversores, dadas las bajas tasas de interés en las economías desarrolladas. En el caso de Costa Rica, los "spreads" de los bonos soberanos siguieron un comportamiento similar a los del resto de países emergentes de América Latina.

2.2. Precios internos

En el primer semestre del año se mantuvo la presión inflacionaria observada desde el 2004, en buena medida, determinada por choques de oferta de origen externo.

La inflación acumulada en el período enero junio del 2005, medida por la variación en el Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue de 6,9%, (6,3% en el mismo lapso del 2004); con ello el crecimiento interanual pasó de 13,1% a finales del 2004 a 13,8% en junio del 2005, superior a la meta anual del Programa Monetario (10%). Por su parte, el Índice Subyacente de Inflación (ISI) registró un crecimiento anual de 13,1%, poco más de dos p.p. por encima de lo observado en diciembre del 2004.

Al igual que en el 2004, el repunte en la inflación respondió a choques de oferta, y no a presiones de demanda interna, premisa que se deriva de las siguientes consideraciones:

a. Durante este período prevaleció la incidencia de la inflación importada y del ajuste en las tarifas de algunos servicios básicos, y la aceleración en el crecimiento de los precios no fue generalizada.

- Un 43% del incremento observado en el IPC estuvo determinado por cinco rubros, cuyo peso relativo en la canasta de referencia es de 18%.

Cuadro 3
Aporte a variación acumulada del IPC, I semestre 2005

Rubro	Variación acumulada	Peso relativo diciembre 2004	Aporte
Tarifa autobús	6%	6%	0,34
Gasolina	10%	2%	0,25
Energía eléctrica	14%	4%	0,56
Café	79%	2%	1,34
Carne de res [1/]	13%	4%	0,51
Subtotal			3,00
Variación IPC	6,9%		

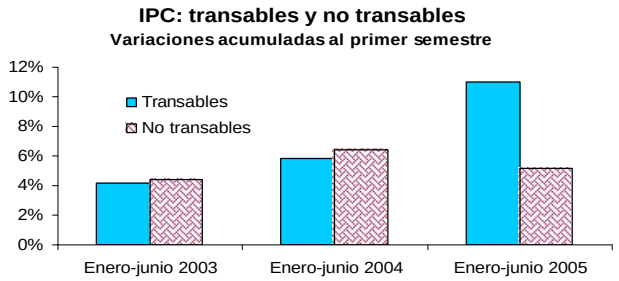
1/ Incluye lomo, carne molida corriente y especial, posta primera y segunda, costilla, posta y hueso e hígado.

Sin incluir el incremento en el precio de los rubros mencionados, la variación acumulada del IPC habría sido de 3,9% (4,2% un año atrás, de excluir en ese período los cinco rubros cuyo precio presentó mayores

ajustes al alza[12]). Particularmente el café fue el principal determinante de la evolución del indicador, y al excluirlo del cálculo, el crecimiento anual del IPC habría continuado la tendencia de desaceleración observada desde setiembre del 2004.

- La inflación medida por el índice de bienes y servicios transables, que comprende aquellos afectados, en forma directa e indirecta, por los precios internacionales y por el tipo de cambio, mostró un incremento acumulado de 11,0% a junio del 2005 (5,8% un año atrás). Este comportamiento reflejó, en buena medida, el aumento en las cotizaciones internacionales del café, hidrocarburos, y de la carne de res[13], cuyo efecto fue trasladado de manera importante a los precios domésticos.

Gráfico 1



- El componente de bienes y servicios no transables, que a junio 2005 representó un 69,2% de la canasta del IPC, registró un incremento acumulado de 5,1% (6,5% un año atrás). Es destacable este comportamiento, pues refleja la presencia de efectos compensatorios, en el tanto algunas de sus partidas mostraron ajustes de precios en función de la inflación pasada, como es el caso de los contratos laborales: el índice de salarios mínimos aumentó en 6,8% en enero del 2005 (4,7% un año atrás).

- La inflación subyacente (ISI)[14] acumuló una variación de 7,8% al término del sexto mes del año, dos p.p. más que en igual período del 2004. Este comportamiento es atribuido, básicamente, al impacto del precio interno del café, cuya variación acumulada alcanzó un 78,9%[15]. De excluir ese producto, la variación acumulada del ISI hubiera sido de 5,8%, similar a la de junio del 2004.

[12] Se excluyó el ajuste en el precio (tarifa) del agua, gasolina, arroz, papa y pan corriente, que aportaron 2,1 p.p. a la variación acumulada del IPC en el I semestre del 2004 (6,3%). El peso relativo de estos rubros dentro de la canasta fue de casi un 10%.

[13] Si bien el café y la carne de res no son productos importados, este efecto fue trasladado al mercado interno dada la alternativa de comercialización de estos productos en el mercado internacional.

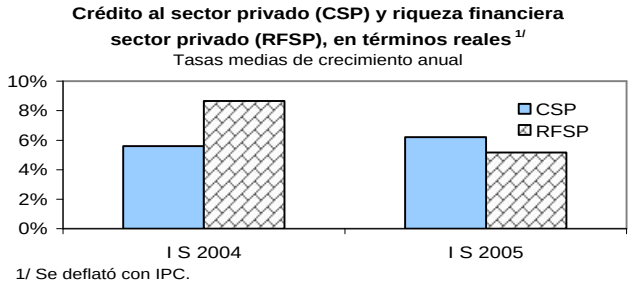
[14] Indicador de tendencia inflacionaria, que excluye de la canasta del IPC aquellos bienes que presentan mayor variabilidad por fenómenos climáticos, decisiones administradas o por volatilidad de precios en el mercado internacional, como por ejemplo los bienes agrícolas y combustibles.

[15] El comportamiento alcista del precio internacional de café inició a partir del segundo semestre del 2004, pero su efecto se manifestó de manera significativa en los precios internos desde inicios del 2005. La evolución de la cotización internacional del café se asocia con una menor oferta mundial, por los bajos precios de períodos anteriores y condiciones climáticas, una diferenciación de las compras de café en los mercados de consumo y, un aumento en la demanda mundial.

b. El crecimiento medio de la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica fue de 2,6%, en los primeros cinco meses del 2005 (4,6% en igual lapso del 2004), desaceleración determinada por el menor ritmo de crecimiento de las ventas externas y, el comportamiento de la producción de bienes manufacturados orientada al consumo interno. Por su parte, también se observó una desaceleración en el crecimiento real de las importaciones de bienes finales (5,7% y 8,1% en el lapso enero mayo 2005 y 2004, respectivamente), indicio de que en los últimos meses no ha habido presiones de demanda interna.

Además se estima que tanto el ingreso nacional disponible como el consumo en términos reales mantuvieron la desaceleración registrada en el 2004, el primero de estos indicadores lo hizo a un mayor ritmo, señal de que para compensar ese efecto los hogares redujeron su ahorro real o bien incrementaron su nivel de endeudamiento. Esta premisa parece corroborarla el comportamiento reciente del crédito al sector privado y de la riqueza financiera del sector privado[16], ambos indicadores expresados en términos reales.

Gráfico 2



c. El sector público no ha sido una fuente de incremento de las presiones sobre el gasto interno. En términos reales el gasto de consumo final del Gobierno General mostró una desaceleración en relación con lo observado en el pasado reciente (1,2% y 1,8% al I trimestre del 2005 y del 2004, en ese orden).

2.3. Agregados monetarios y crediticios

Pese al tono restrictivo de la política monetaria en esta primera parte del año, manifiesto en niveles más altos de tasas de interés, requerimiento de encaje y operaciones de mercado abierto, la economía costarricense presentó entradas no previstas de capital, que complicaron la gestión de la política monetaria. Esto se reflejó en un mayor crecimiento de los agregados monetarios restringidos y del crédito al sector privado, situación que si bien por el momento no ha sido fuente de

[16] Comprende los pasivos del SBN y los títulos fiscales en ambas monedas. Parte de la desaceleración puede responder a lo acontecido en las carteras administradas de inversión y pensión en el segundo trimestre del 2004.

presión para la demanda interna, sí plantea riesgos para la estabilidad de precios en el mediano plazo.

2.3.1. Liquidez total del Sistema Bancario Nacional (M3)

Al término del primer semestre del 2005 los agregados monetarios amplios como la liquidez total (M3) y la liquidez en moneda nacional (M2) presentaron crecimientos moderados, acordes con lo previsto en el Programa Monetario, situación que no fue la tónica en agregados restringidos.

El M2 y el M3[17] crecieron a una tasa anual de 17,5% y 14%, en ese orden, inferiores a las del año previo, cuando reflejaron el traslado de recursos de las carteras administradas de inversión y pensión hacia figuras bancarias, especialmente en moneda extranjera, ocurrido en el segundo trimestre del 2004. Resultado de ese fenómeno, en los primeros meses del 2005 las tasas de crecimiento anual de estos agregados fueron sumamente altas; a partir de abril empezó a corregirse el problema de comparación de bases y estos indicadores muestran variaciones moderadas, inclusive inferiores a las registradas en el 2003.

Por su parte, el medio circulante (M1) creció a una tasa anual de 12,5%, mayor a la prevista para ese mes y a la observada un año atrás. Este comportamiento reflejó una mayor expansión de la base monetaria, asociada, en buena medida, a operaciones cambiarias, al déficit del Banco Central y al retiro de fondos del Gobierno en la Institución. El efecto de la base fue compensado, en parte, con la disminución del multiplicador bancario del dinero.

En el primer semestre del año, la base monetaria disminuyó en ¢34.183 millones (7,7% respecto a diciembre 2004), menos que lo previsto y que lo observado un año atrás (8,8%). Por el lado del origen, destacan los siguientes elementos:

a) Una activa participación del Banco Central en el mercado privado de cambios como comprador neto de divisas, operaciones que, entre otros, reflejaron: i) un mayor ingreso neto por turismo; ii) la preferencia por títulos en moneda nacional, dado el incremento en el premio por ahorrar en colones[18] y ; iii) la entrada de capitales externos.

   La intervención del Banco en el mercado privado de cambios permitió atender la demanda de dólares del sector público, fortalecer la posición de reservas internacionales[19] y, en cierta medida, facilitó la recomposición del portafolio privado hacia activos financieros en colones.

b) Un incremento en las pérdidas de la Institución, reflejo del mayor saldo de OMA requerido para neutralizar el efecto expansivo de la participación del Banco en el mercado cambiario, así como del mayor costo financiero de esas OMA (aproximadamente un punto porcentual[20]).

[17] La moneda extranjera se valoró al tipo de cambio de cierre.

[18] Esto es particularmente cierto en el incentivo que ofrecen los instrumentos del Banco Central en relación con otras opciones financieras internas y externas, que indujo a la liquidación de divisas con el fin de colocar los recursos en subasta conjunta

[19] El saldo de reservas internacionales permite que la economía cuente con una adecuada capacidad de respuesta ante la eventualidad de episodios de turbulencia en los mercados financieros.

[20] Compara el costo efectivo del I semestre del 2005 con respecto al observado en el 2004.

Cuadro 4
Base Monetaria: factores de expansión y contracción
Flujos al I semestre del 2005, en millones de colones

Factores Expansivos		**272.184**
Efecto monetario operaciones cambiarias		180.719
Moned	519.966	
Compras directas	74.090	
Demanda divisas sector público [1/]	-413.337	
Intereses BCCR		41.034
Depósitos Gob (MN y ME)		45.782
Otros		4.649
Factores Contractivos		**306.367**
BEM Colocación directa		160.016
ICP		143.768
Depósitos otros intermediarios financieros		2.583
Cambio Base Monetaria		**-34.183**

1/ Contempla la demanda de divisas del Gobierno para atender tanto el servicio de deuda externa como de títulos de propiedad colocados internamente en moneda extranjera.

c) El uso de recursos de Gobierno depositados en el BCCR, tanto en moneda nacional como la monetización de los depósitos en dólares.

d) Los movimientos anteriores requirieron de un incremento importante en el saldo de OMA, que superó con creces lo observado en igual lapso del 2004.

Por su parte, el multiplicador del medio circulante registró una baja respecto al resultante en el 2004 (1,7 en el I semestre del 2005 y 1,8 en el 2004). Este comportamiento lo explica, principalmente, la constitución de mayores reservas bancarias, producto, no solo del aumento de dos p.p. en el requisito de encaje aplicado a partir del último cuatrimestre del 2004, como del incremento en la tenencia de ICP por parte de la banca, que entre ambos períodos prácticamente se duplicó.

Lo anterior significa que, en ausencia de ese traslado de recursos de la banca hacia el Ente Emisor, la capacidad de creación secundaria de dinero por parte de la banca habría sido mayor y, en consecuencia, habría generado presiones sobre el gasto interno.

2.3.2. Principales contrapartidas del M3

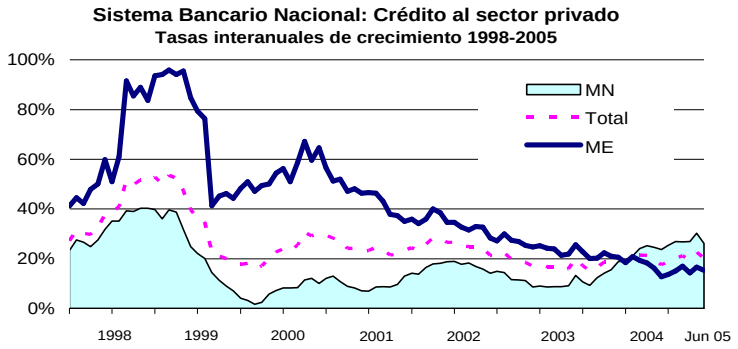
El Crédito Interno Neto (CIN) del Sistema Bancario Nacional, que representa alrededor de un 80% del M3, registró un crecimiento anual de 18,3% al término del primer semestre del año, más bajo que el observado en años previos y, en línea con lo previsto en el Programa. A nivel de componentes, hubo un repunte en el crédito al sector privado, en tanto que el crecimiento anual del financiamiento concedido al sector público se desaceleró.

El crédito al sector privado mostró mayor dinamismo este año, tanto en términos de lo previsto como de lo observado un año atrás (22% contra 19,8% en junio del

2004 y 19,6% programado)[21]. Este comportamiento está relacionado, por el lado de la oferta, con la disponibilidad de recursos de la banca y, la agresiva política de colocación por parte de algunos intermediarios financieros, principalmente, enfocada hacia créditos de vivienda y de consumo. Por el lado de la demanda, pudo haber influido la relativa estabilidad de las tasas interés activas.

El 2005 se ha caracterizado por una leve tendencia hacia la desdolarización, toda vez que el crecimiento medio anual de las operaciones en moneda nacional (27,3%) superó la variación experimentada por el crédito en dólares (15,4%), y llevó a un incremento en la participación relativa de las primeras de casi 2,4 p.p.[22]. A pesar de ello, más del 50% de la cartera crediticia está denominada en dólares, por lo que continúa siendo una de las vulnerabilidades del sistema financiero.

Gráfico 3



En lo que respecta al crédito al sector público, éste mostró una tasa anual de 6% al término del semestre en comentario, considerablemente inferior a la resultante un año atrás (54,8%), esta última tasa reflejó el efecto de la compra masiva de títulos fiscales realizada por la banca comercial, ante la citada problemática de las carteras administradas de inversión y pensión.

En la primera parte del 2005, la banca redujo la tenencia de títulos públicos, tanto en colones como en dólares. Si bien esta liquidación de títulos, unida al incremento en la captación de recursos, permitió aumentar los fondos disponibles para ser canalizados al sector privado, la banca ha destinado una proporción importante de ellos a mejorar su posición externa neta y, a constituir reservas en instrumentos del Banco Central, particularmente bajo la figura de ICP[23], por lo que se estima que esa mayor disponibilidad de fondos todavía no se ha traducido en presiones sobre el gasto interno.

[21] La moneda extranjera está valorada al tipo de cambio de cierre del período, tanto en las cifras observadas como programadas. Existe la posibilidad de que parte de ese mayor crecimiento del crédito refleje financiamiento concedido con la finalidad de que el cliente cancele pasivos con entidades financieras que no están comprendidas en la cobertura del Sistema Bancario Nacional; en estos casos, no habría incremento en la disponibilidad de recursos para la economía como un todo.

[22] Particularmente la banca estatal ha hecho esfuerzos por desdolarizar la cartera de crédito, con el fin de reducir su nivel de exposición ante variaciones en el manejo de la política cambiaria y choques externos.

[23] La adquisición de instrumentos del Banco Central por parte de la banca no se refleja en el crédito neto al sector público, precisamente por ser un concepto consolidado a nivel de Sistema Bancario Nacional.

2.4. Oferta y demanda agregadas

Durante los primeros cinco meses del 2005 la actividad económica mostró una tendencia a la desaceleración, comportamiento que estuvo condicionado por el efecto recurrente del deterioro de los términos de intercambio sobre las variables de gasto interno, por una política fiscal relativamente austera y por las perspectivas de incremento en las tasas de interés, asimismo incidió la desaceleración del crecimiento económico de los países socios y algunos factores coyunturales climáticos y empresariales condicionantes de actividades relevantes para la economía nacional.

La actividad productiva en el país, medida por el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) creció un 2,4% con respecto a igual lapso del 2004. El indicador ha mostrado una tendencia a la desaceleración, luego de crecer 4,0% en el mismo período del año anterior.

Los indicadores de producción de las industrias al mes de mayo mostraron una tendencia casi generalizada hacia la desaceleración. Si bien el total de la producción de servicios se desaceleró en 1,9 p.p. al ubicarse en torno al 4,0%, su aporte prácticamente determinó el crecimiento del IMAE. La contribución de la producción de bienes a dicho incremento fue prácticamente nula, pues la caída registrada en la industria manufacturera se compensó con el aporte de la actividad agropecuaria.

Con base en datos al primer trimestre del 2005 e información preliminar del segundo trimestre, se puede afirmar que el comportamiento desacelerado del desempeño productivo del país respondió a la desaceleración generalizada de todos los componentes de demanda:

- El consumo privado en el primer trimestre del 2005 aumentó un 2,2%, nueve décimas por debajo de la tasa media observada en el 2004. Los rubros de bienes mostraron un mayor ajuste en lo que va del año, particularmente los manufacturados de origen local, aunque otros bienes con incidencia en la evolución del consumo (automóviles, muebles y electrodomésticos importados, entre otros) también señalaron una tendencia a la desaceleración.

  Los factores que han contribuido a la moderación del consumo de las familias se asocian con el ingreso disponible. Aunque a la fecha los indicadores de ingreso son escasos, hay evidencia de que los salarios mínimos reales se han estancado, mientras que la desaceleración del crecimiento económico hace prever un comportamiento similar de la creación de puestos de trabajo. No obstante lo anterior, el aumento del crédito para consumo ha permitido a las familias sostener un ritmo de gasto similar al crecimiento de la población.

- La formación bruta de capital total en el primer trimestre tuvo un descenso anual de 1,7%, motivado principalmente por la reducción de inventarios, pues la inversión en capital fijo aumentó en 1,8% respecto a igual lapso del 2004.

El descenso en los inventarios se observó en el rubro de materias primas y se concentró en una única industria que destina su producción al mercado externo, ya que el resto de las actividades presentó una acumulación.

Ese comportamiento denota el escaso dinamismo de la demanda interna y el incremento en los costos de inversión, especialmente en construcción, debido a las alzas en sus insumos y el mayor costo financiero, en razón de los mayores requerimientos de crédito por unidad construida. En este sentido, la inversión en infraestructura para el sector privado se desaceleró y las compras externas de equipos estuvieron apoyadas por la inversión extranjera directa en zonas francas. Por su parte, la construcción de obras públicas continuó mostrando descensos en razón de una política austera de gasto.

- La demanda externa por bienes y servicios moderó significativamente su avance respecto al 2004[24]. Tras el comportamiento general de la demanda externa por bienes subyacen factores tanto de índole macroeconómica coyuntural como microeconómica, entre ellos: una moderada desaceleración del crecimiento económico de los países socios, la ligera apreciación del tipo de cambio real en el semestre respecto al nivel de diciembre del 2004 y el descenso en la producción de banano para exportación debido a factores climáticos adversos.

  El dinamismo de las exportaciones de servicios lo explica el turismo receptor, en cuyo comportamiento incidieron las políticas de promoción, la habilitación del aeropuerto de Liberia para vuelos internacionales, la ampliación del número de vuelos y rutas aéreas, así como, el impacto de fenómenos naturales que afectaron negativamente el turismo hacia la región asiática.

2.5 Situación Financiera del Sector Público Global Reducido

Durante los primeros cinco meses del año el déficit del sector público presentó una mejora importante en relación con lo observado en igual período del 2004. Esto reflejó, por un lado, importantes esfuerzos realizados por el Ministerio de Hacienda para mejorar la recaudación de impuestos y contener el gasto público y, por otro, factores de índole coyuntural.

Según cifras preliminares a mayo del 2005, el déficit acumulado del Sector Público Global Reducido (SPGR), representó un 0,9% del PIB, porcentaje inferior en 0,9 p.p. al registrado en igual lapso del 2004, comportamiento determinado por un mejor resultado financiero del Gobierno Central y del resto de instituciones del sector público no financiero.

24Pese a que las economías de los principales compradores de productos costarricenses han mantenido un crecimiento adecuado, pero desacelerado respecto al 2004, las ventas externas de bienes se vieron afectadas por la merma en las exportaciones de productos electrónicos, el descenso en los envíos al exterior de banano y café y la marcada desaceleración de las exportaciones de manufacturas del resto zonas francas, excluida la industria electrónica de alta tecnología. Por su parte, influyeron favorablemente en el comportamiento de las exportaciones las mayores ventas a Centroamérica del régimen regular, de Perfeccionamiento Activo y de productos agropecuarios no tradicionales, tales como piña, melón y flores.

Cuadro 5
Resultado Financiero del Sector Público Global Reducido
cifras acumuladas como porcentaje del PIB

	Mayo		*Diferencia*
	2004	2005 1/	05-04
Total Sector Público Global	-1,8	-0,9	-0,9
Banco Central de Costa Rica	-0,5	-0,6	0,1
Sector Público No Financiero	-1,2	-0,3	-1,0
Gobierno Central	-1,0	-0,7	-0,3
Resto del Sector Público no Financiero	-0,2	0,5	-0,7

1/ Estimado
Fuente: Elaboración propia del Área de Estadísticas Monetarias y Fiscales con información suministrada por el Ministerio de Hacienda e instituciones públicas.

En términos generales, la evolución de los ingresos y gastos gubernamentales estuvo influenciada por acciones orientadas a reducir la evasión fiscal, mediante allanamientos, cierre de establecimientos comerciales morosos e intercambio de información entre la Tributación, Aduanas y la Policía Fiscal; así como por medidas de contención del gasto pública.

Los principales determinantes del comportamiento de los ingresos fueron:

a) El aumento en la recaudación tributaria por concepto de aduanas, originado en mayores ingresos por importación de mercancías regulares, como productos químicos, vehículos, abonos y por el mayor pago de RECOPE por importaciones de hidrocarburos, específicamente de producto terminado.

b) La recuperación del impuesto de renta. Estos mayores ingresos provienen de los anticipos por el pago parcial del impuesto y su incremento se asocia con el mayor número de contribuyentes inscritos en Tributación Directa durante el 2004[25]. Asimismo, este año influyó el pago del impuesto sobre la renta efectuado por RECOPE, no presente en años previos.

c) Los ingresos generados por el impuesto general sobre las ventas internas[26], crecieron ¢12.415 millones, pese a ello este rubro mostró una desaceleración con respecto a la tasa de crecimiento registrada a mayo del 2004 (alrededor de 13 p.p.).

d) La mayor base imponible, como consecuencia del incremento de los precios, lo cual lleva automáticamente a elevar la recaudación de los tributos que se cobran sobre el valor de los bienes y servicios.

[25] Según datos de la oficina de administración tributaria, durante el 2004 los nuevos contribuyentes aumentaron en 71.000, en especial en el impuesto sobre la renta.
[26] El impuesto sobre ventas externas está contenido en el rubro "Aduanas". Aunque hay varios factores que incidieron en la recaudación de este tributo, como el menor ajuste medio en las tarifas de los servicios públicos, es prudente tener en consideración que en el 2004 el ingreso por ventas fue excepcionalmente alto.

Cuadro 6
Ingresos y gastos totales de Gobierno
Variación interanual y participación relativa enero-mayo, en porcentajes

	2004		2005	
	Var. Int	Comp. %	Var. Int	Comp. %
Ingresos Totales	**14,8**	**100,0**	**16,9**	**100,0**
Aduanas	6,2	34,2	21,6	35,6
Renta	12,8	21,5	20,8	22,2
Ventas (internas)	27,4	19,5	14,6	19,1
Consumo (interno)	-3,4	1,1	20,6	1,2
Otros	28,5	23,7	11,8	21,9
Gastos Totales	**19,5**	**100,0**	**14,6**	**100,0**
Sueldos y salarios	11,3	30,2	12,9	30,8
Bienes y servicios	105,1	2,6	54,9	2,1
Transferencias	17,7	33,2	14,0	34,2
Gastos de capital	17,8	4,6	19,0	3,6
Intereses	**27,0**	**29,4**	**10,6**	**29,3**
Deuda Interna	28,2	23,1	11,1	22,5
Deuda Externa	22,6	6,3	23,6	6,8

Fuente: Elaboración propia del Área de Estadísticas Monetarias y Fiscales con información suministrada por el Ministerio de Hacienda.

Por el lado de los gastos gubernamentales los principales aspectos que influyeron en el resultado fueron:

- Una disminución en las transferencias de capital (alrededor de ¢4.500 millones con respecto al 2004), por una menor frecuencia de entrega de recursos del Ministerio de Hacienda a los poderes de la República. Con el sistema de caja única[27], los desembolsos se hacen con base en la programación de gastos de inversión y el avance de proyectos, y ya no en doceavos de lo presupuestado.

- El aumento anual de 10,6% en el pago de intereses sobre la deuda pública (27% en igual período del 2004). No obstante, la participación de esta partida dentro del total de gastos gubernamentales se mantuvo en alrededor del 29%. Se debe tener presente que, a diferencia del 2004, este año los mayores vencimientos de títulos cero cupón están programados para la segunda parte del año[28], por lo que es de esperar que ese menor crecimiento en el pago de intereses se reverse conforme avance el año.

- El incremento en el rubro de sueldos y salarios, superior en poco más de dos p.p. al de la primera parte del 2004, por el mayor porcentaje de ajuste salarial aprobado para el sector público en el período en comentario y el incremento por alrededor de un 15% (¢3.730 millones) en el salario escolar.

El comportamiento indicado en los ingresos y egresos del Gobierno dio lugar a un déficit financiero inferior en 0,3 p.p del PIB, al observado en igual período del año 2004. Al excluir los intereses sobre deuda, se tiene un superávit primario de

[27] Este sistema inició en el 2004, no obstante este año se ha aplicado con mayor rigurosidad.

[28] Mientras que para el primero y segundo semestre del 2004 se tuvieron vencimientos de cero cupón por ¢220.681 millones y ¢69.735 millones respectivamente, en el 2005 los mismos son de ¢75.960 millones y ¢132.857 millones.

¢100.988 millones, equivalente a un 1,1% del PIB, 0,2 p.p. por encima de lo observado a mayo del 2004.

El resto del sector público no financiero reducido (RSPNFR)[29] mostró a mayo del 2005, un superávit de 0,45% del PIB, y significó una mejora en torno a los ¢41.300 millones con respecto al mismo período del 2004. Esta situación se explica por:

- Un mayor superávit de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS), por la posposición de compra de equipo y maquinaria, en parte determinada por medidas de control más estrictas en el proceso de licitación.

- El menor desequilibrio en la posición financiera del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), como consecuencia del mayor crecimiento del ingreso por las ventas de energía local (22,7% en el 2005 contra 14,3% el año anterior) y de la caída en el rubro de inversión real (22%). Esto ayudó a que los gastos totales prácticamente no crecieran este año.

- La mejora observada en la situación financiera de la Refinería Costarricense de Petróleo (RECOPE), producto del crecimiento de los ingresos por venta de combustibles, a su vez reflejo del alza en el precio de los combustibles. Por el lado de los gastos, el factor que más incidió en este resultado financiero fue el desfase (de 30 a 45 días) en el pago de la factura petrolera, el cual permitió que el alza observada entre marzo y mayo en los precios internacionales del coctel de hidrocarburos no se haya materializado completamente en el flujo de gastos de esta institución en los primeros cinco meses del año.

- El aumento observado en el déficit del Banco Central se origina por el lado del gasto, dada la necesidad que enfrentó la Institución de neutralizar con OMA el antes comentado efecto expansivo de su participación en el mercado cambiario.

2.6 Balanza de pagos

En la primera mitad del año la economía costarricense presentó un mayor déficit en cuenta corriente, en relación con lo observado un año atrás, no obstante, los recursos provenientes del exterior fueron suficientes para cubrir la brecha externa y generar un aumento importante de los activos externos netos del Banco Central.

El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos para el primer semestre fue superior al observado en igual lapso del año precedente. En efecto, el dinamismo de las exportaciones regulares y del turismo no fue suficiente para cubrir el deterioro en los términos de intercambio, inducido por el continuo aumento en el precio de los hidrocarburos y de otras materias primas. Sin embargo, los recursos provenientes del exterior permitieron cubrir la brecha externa y generar un aumento en los activos externos en poder del Banco Central.

[29] Incluye una muestra de 6 instituciones del sector público, a saber, RECOPE; CCSS; ICE; CNP, ICAA y JPSJS.

Los factores que sobresalen de la evolución con el sector externo durante esta primera parte del 2005 son los siguientes:

Cuenta Corriente

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue de 1,9% en términos del PIB, superior al 1,3% de igual lapso del 2004. Particularmente destaca lo siguiente:

a. Las exportaciones totales crecieron a una tasa anual de 7,0%. El dinamismo de las ventas de mercancías generales (12,2%), explicado por productos como el café, productos no tradicionales (piña, melón y materiales eléctricos, entre otros), fue parcialmente compensado por menores ventas de banano y el leve aumento de las ventas de zonas francas (1,8%).

b. Las importaciones aumentaron un 11,2%, comportamiento determinado tanto por las mayores compras de mercancías generales como de regímenes especiales. En el primer grupo destaca el efecto del aumento en la factura petrolera por cerca de $122 millones, explicado casi en su totalidad por el incremento de $14,2 en el precio medio por barril, toda vez que la cantidad importada aumentó solo 1,3% al comparar el primer semestre del 2005, con igual lapso del año precedente.

c. El número físico de turistas presentó un aumento anual de 17%, con lo cual el aporte neto de la cuenta de servicios aumentó en 0,6% del PIB

Cuenta Financiera

Los flujos netos de capital durante el primer semestre de 2005 registraron un aumento significativo en comparación con igual lapso de 2004, sobretodo aquéllos dirigidos al sector privado, pues el sector público fue pagador neto. Al respecto, sobresalen los siguientes aspectos:

a. Los flujos netos de capital público registraron un egreso neto de $102,3 millones. Entre las amortizaciones sobresalen el pago del Banco Central al FLAR y las cancelaciones al BID por parte del Gobierno y del ICE; estos efectos fueron parcialmente compensados por desembolsos del BID al ICE relacionados con el Desarrollo Eléctrico III y del BCIE al Banco Popular.

b. Los flujos de capital privado tanto en la forma de inversión extranjera como del resto de capital registraron aumentos significativos. En el primer caso, destacó el pago de cuentas por cobrar acumuladas de períodos anteriores por parte de la casa matriz a sus filiales domiciliadas en el país. Por otro lado, el aumento en el resto del capital privado estuvo asociado con el premio en favor de las inversiones financieras en colones, además del aumento en los préstamos de largo plazo recibidos por residentes.

c. Así, el ingreso neto de capitales ($638,5 millones) no solo permitió financiar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos ($365,8 millones), sino también posibilitó una acumulación de activos externos en poder del

Banco Central de $273 millones en el primer semestre del 2005. El saldo de las RIN ($2.191 millones) resultó equivalente a 4,1 meses de importaciones regulares y a 2,4 veces el saldo de la base monetaria.

3. Perspectivas macroeconómicas y estrategia de política monetaria

3.1. Perspectivas para el período julio 2005- diciembre 2006

a) Entorno internacional:

El pronóstico de crecimiento económico mundial para el bienio 2005-2006 se ubica alrededor del 4,4%, de acuerdo con el FMI. La economía estadounidense y las emergentes, principalmente asiáticas, serían los motores de ese crecimiento, en un contexto de expansión del comercio internacional y de estabilidad de precios. El comportamiento del precio del crudo y eventuales tensiones geopolíticas constituyen riesgos importantes en este desempeño.

Para los socios comerciales del país, ese organismo proyectó un crecimiento en torno al 3,0%, resultado que presenta disparidades: mientras Estados Unidos y América Latina crecen alrededor de 3,6%, las naciones europeas y Japón seguirán presentando tasas del 2,0%. Particularmente señalan que:

- La economía de los Estados Unidos registrará mejoras en el empleo, aumentos de la productividad y crecimiento del comercio internacional, en un contexto de alza en tasas de interés y abandono de algunos incentivos tributarios temporales concedidos a las empresas tres años atrás. Los pronósticos señalan que la tasa de interés de descuento de la Reserva Federal podría incrementarse en 125 puntos básicos entre julio del 2005 y finales del 2006.

  Sin embargo, la persistencia de los déficit fiscal y de cuenta corriente (4,0% y 6,5% del producto, respectivamente), constituye un factor de riesgo para la economía mundial, pues hay incertidumbre acerca del efecto que el proceso de ajuste que se aplique pueda tener en los mercados financieros, las paridades de las monedas y los flujos comerciales.

- La Zona del Euro seguirá enfrentando las consecuencias de la apreciación acumulada de la moneda sobre el sector exportador y la debilidad de la demanda interna. Además, la flexibilización del Pacto de Crecimiento y Estabilidad y el rechazo a la Constitución Europea por parte de Francia y Holanda genera incertidumbre, pues pone trabas a la aplicación de reformas estructurales en varios países, aumenta el riesgo de indisciplina fiscal, alienta los sentimientos nacionalistas y genera parálisis política. Se espera que la producción crezca 1,7% y 2,2% en el 2005 y 2006, respectivamente.

- El crecimiento sostenido de la demanda interna y externa ha impulsado a las economías emergentes de Asia en el 2005, sin embargo, la fuerte demanda por petróleo y bienes básicos podría impulsar las presiones inflacionarias en esa zona. China incrementó la tasa de interés para frenar las presiones

sobre los precios, lo que reduciría el crecimiento económico en alrededor de un p.p., para situarlo en 8,0% y 8,5% en el 2005 y 2006, en ese orden.

- América Latina, como bloque, se beneficiaría de los altos precios de los bienes básicos, de la reactivación del comercio internacional y del buen desempeño de la economía norteamericana, su principal socio comercial. La tasa de crecimiento económico de la región podría ubicarse en 4,1% y 3,7% para el 2005 y el 2006, respectivamente.

Por su parte, las presiones de demanda en el mercado del petróleo y la rigidez de la oferta han requerido revisar hacia el alza las proyecciones de precios de la variedad WTI hasta niveles en torno a los $60 el barril para la segunda mitad del 2005 y el 2006[30], superiores en alrededor de $20 a las cotizaciones que se tenían en el Programa Monetario original. Esta situación continuará impactando negativamente los términos de intercambio del país.

La inflación mundial en el 2005 y el 2006 continuará registrando estabilidad pues se ubicará en 3,6% y 3,1%, respectivamente. Estos mismos indicadores para los socios comerciales de Costa Rica registrarían 3,1% y 2,9% para el mismo bienio.

Mercados financieros y tipos de cambio

El FMI proyecta un incremento en el flujo neto de capitales hacia los mercados emergentes para el período julio 2005 - diciembre 2006, que se iría reduciendo conforme aumenten las tasas de interés de los Estados Unidos. Los datos macroeconómicos, favorables para muchos países de la región latinoamericana y del mercado estadounidense, hacen prever que la inversión directa extranjera presentaría en el 2005 y 2006 un nivel similar al del 2004.

La cotización del dólar de los Estados Unidos se mantendría estable en el segundo semestre del 2005 y el 2006 en razón de la relativa mejora de la economía estadounidense con respecto a las economías europeas y japonesa. Los analistas apuntan que el equilibrio de largo plazo requiere de un dólar más depreciado que ayude a la corrección del desequilibrio externo.

Finalmente, el riesgo más importante para la estabilidad económica global es que los gobiernos de los Estados Unidos, de los países de Europa y de China no tomen las medidas necesarias para corregir los desequilibrios macroeconómicos y, provoquen sobre reacciones de la tasa de interés y los tipos de cambio, lo que afectaría los flujos de capital, la sostenibilidad de la deuda externa y la inflación de las economías emergentes, incluyendo la costarricense.

b) Crecimiento económico interno:

Para el 2005 se prevé que la producción crezca 3,5%, lo cual refleja una desaceleración en la actividad económica respecto al comportamiento observado en el 2004 (4,2%). Este comportamiento se explica por el menor crecimiento de la demanda interna, producto de la desaceleración en el

[30] De acuerdo con las proyecciones de Energy Information Administration del gobierno estadounidense y de Nymex. Estas son consistentes con la estimación un precio medio del coctel de hidrocarburos que importa Costa Rica de $58 y $65 por barril en el 2005 y en el 2006, en ese orden.

incremento del ingreso nacional disponible bruto real (afectado por el deterioro de los términos de intercambio) y un eventual incremento de las tasas de interés reales. El crecimiento observado en el año en cuestión estará impulsado por una mayor demanda externa de bienes y servicios. El comportamiento de los términos de intercambio y la perspectiva de desaceleración de la actividad económica de los socios comerciales condicionarán el crecimiento económico del 2006.

La posibilidad de exportar más bienes y servicios en el 2005 estará estrechamente vinculada con la evolución favorable de las economías centroamericanas y de Estados Unidos, aunque esta última moderadamente desacelerada, que propiciarán un incremento en la demanda por bienes manufacturados. Se espera que el volumen de ventas externas de bienes manufacturados incremente su ritmo de crecimiento con respecto al observado en el 2004, a lo cual contribuirán las exportaciones de café, la mayor producción de las zonas francas y del régimen regular. Además, las exportaciones de bienes agrícolas continuarán creciendo, aunque a un menor ritmo que en el 2004, comportamiento que se sustenta en una mayor demanda internacional de piña y melón, efecto que sería parcialmente compensado con una caída del volumen exportado de banano.

Adicionalmente, la producción de servicios de exportación continuará aumentando a un ritmo elevado (10,4%), especialmente por la mayor generación de productos vinculados con la actividad turística, en razón de la mayor afluencia de turistas al país.

Se estima que la demanda interna no crecerá este año. El estancamiento del gasto interno estará determinado por una desaceleración de 1,2 p.p. en el consumo privado principalmente de bienes manufacturados en el país y de origen importado (1,9%), por una débil recuperación de la inversión en capital fijo y por una menor acumulación de inventarios de materias primas. Las obras de inversión pública continuarán deprimidas, en tanto que la inversión en infraestructura privada se desacelerará sensiblemente, ante los mayores costos de construcción y el efecto de estos sobre las necesidades de financiamiento.

En general, los factores que determinarán ese comportamiento del gasto interno se asocian, básicamente, con el impacto del deterioro de los términos de intercambio sobre el ingreso nacional disponible real, el cual crecerá cerca de 2,3%.

Los indicadores de la evolución de la producción de las industrias muestran al mes de mayo del 2005 un crecimiento acumulado de 2,6%. No obstante ese perfil de crecimiento, se espera una aceleración de la actividad económica en lo que resta del año y que, por lo tanto se alcance el crecimiento anual estimado de 3,5%. En particular se considera necesario citar los siguientes elementos que coadyuvarán a alcanzar ese crecimiento:

- En la industria manufacturera, se prevé una revitalización del comportamiento de la actividad en el segundo semestre, pues los mayores volúmenes de ventas al exterior del régimen regular y de las zonas francas estarían estimulando la producción.

- La actividad agropecuaria continuará mostrando el comportamiento dinámico que han registrado los principales productos de exportación, entre ellos piña, flores y follajes.

Para el 2006 se proyecta un menor crecimiento del producto interno bruto (2,4%) en relación con lo esperado para el 2005. El efecto rezagado de un menor crecimiento de la economía estadounidense y el impacto del aumento en las tasas de interés domésticas e internacionales que se ha observado desde el 2004, constituyen factores que explican esa proyección. Además, la perspectiva de que los precios internacionales del petróleo continúe mostrando un comportamiento creciente y volátil, redundará en un deterioro adicional en los términos de intercambio para el 2006.

c) ***Sector externo:***

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos para el 2005 se estima en 4,7% del PIB, superior en 0,2 p.p. al observado el año previo. Al respecto se tiene que:

a. El déficit en la cuenta comercial disminuirá en 0,7 p.p. del PIB, para ubicarse en un 9,7% del producto. Las exportaciones crecerán un 11,3%, dado el buen desempeño de productos como el café y los bienes no tradicionales (agropecuarios e industriales). De igual forma, las ventas externas de empresas amparadas a los regímenes especiales de comercio exterior[31], registrarán una expansión del 10,2% (- 0,4% en el 2004).

   El incremento en el precio medio del coctel de hidrocarburos de $43,9 por barril en 2004 a $57,9 en 2005, aumentará la factura petrolera en cerca de $230 millones (1,2% del PIB), y de esta forma, las importaciones de mercancías regulares (incluye hidrocarburos) crecerán a una tasa de 11,7%. No obstante, el poco dinamismo esperado en las compras por parte de las empresas amparadas a los regímenes especiales de comercio (0,4%), llevaría a un crecimiento de las importaciones totales de 8,2% con respecto al 2004.

b. El aporte neto de la cuenta de servicios aumentará en cerca de un p.p. del PIB y se ubicaría en un 8,5% del producto; con ello compensaría en parte el déficit previsto en la cuenta comercial. En efecto, el crecimiento esperado (15%) en el número de visitantes extranjeros, así como el continuo dinamismo en las actividades de apoyo empresarial y de informática e información, sustentan este resultado.

c. El egreso neto de la renta de factores aumentará en 2 p.p. del PIB debido a las mayores utilidades, distribuidas y no distribuidas, por parte de las empresas extranjeras radicadas en el país.

Pese al aumento en el déficit en cuenta corriente, el mayor ingreso de recursos financieros del exterior, en especial los orientados al sector privado, permitirá

[31] Cifras estimadas a partir de datos provenientes de las empresas.

que en el 2005 los activos externos del Banco Central aumenten en $290 millones.

En el 2006, el déficit en la cuenta corriente registrará una disminución para ubicarse en 4,5% del PIB, en un contexto de una política monetaria más restrictiva y una evolución positiva de la cuenta de bienes y servicios. Este resultado es factible, no obstante el deterioro en los términos de intercambio, mayores tasas de interés internacionales y poco dinamismo de los principales socios comerciales. Los flujos netos de capital se estiman sustancialmente inferiores a los registrados en el 2005, sobretodo los canalizados hacia el sector privado (excluida la inversión extranjera). Así, las RIN del Banco Central registrarán una caída en torno a los $50 millones este año.

d) Sector Público:

El panorama del sector fiscal para los próximos 18 meses es incierto pues, por un lado, hay dudas de que en el corto plazo se realicen reformas estructurales en el campo fiscal[32] y, por otra parte, la intensificación del proceso político-electoral en el segundo semestre del año, podría incidir en la toma de decisiones de las autoridades y en las expectativas de los agentes económicos. Asimismo, con el cambio de Gobierno, el 2006 será un año de transición, lo que dificulta prever el tipo de medidas que impulsará la nueva administración y el respaldo que tenga por parte de la Asamblea Legislativa. A pesar de ello, las autoridades hacendarias consideran viable mantener el tono restrictivo de la política fiscal y suponen un déficit gubernamental equivalente a un 2,8% del PIB, para cada uno de esos años.

Por el lado de las instituciones, durante el presente año, se espera que el ICE cierre con un déficit de cero, toda vez que existe un compromiso en este sentido. Para el 2006 existen dudas con respecto al resultado financiero de esta entidad, pues sus gastos podrían incrementarse más allá de lo usual en caso de que en dicho año inicie el proyecto Planta Térmica Ciclo Combinado Garabito, tal como está programado, pero también existen expectativas de que haya un aumento en sus ingresos netos por la adjudicación de nuevas líneas telefónicas y por una reducción en los gastos asociada al programa de reconversión de pasivos.

En el caso del Banco Central, se espera un mayor déficit con respecto al 2004 (0.2 p.p del PIB más), originado en mayores pagos de intereses por OMA, situación en buena medida asociada con la necesidad de neutralizar el efecto expansivo de la activa participación del Banco Central en el mercado privado de cambios, ocurrida particularmente en la primera parte del 2005. Para el 2006 la situación financiera del Banco mejora levemente, reflejo, en parte, del aumento en el requerimiento de encaje a partir del segundo semestre del 2005.

Finalmente, con base en el comportamiento antes descrito, se estima que el déficit del sector público global se ubique en el 2005 en un nivel equivalente a 3,9% del PIB y en 3,8% para el 2006, porcentajes superiores a los observados al cierre del 2004 (3,6% del PIB).

[32] Después de casi tres años de estudio en la Asamblea Legislativa del proyecto de ley Pacto Fiscal y Reforma Fiscal Estructural, aún no se tiene claro el futuro de dicha iniciativa. Incluso en días recientes, un grupo de diputados planteó la posibilidad de implementar acciones alternativas similares a las establecidas en el 2003 con el Plan de Contingencia.

3.2. Programa Monetario para el período julio 2005 - diciembre 2006

En el corto plazo la inflación está determinada por factores que afectan la oferta y la demanda agregadas, entre ellos el comportamiento de los agentes económicos en los procesos de formación de precios, eventos de la naturaleza y otros factores de índole externo, como el precio de las materias primas importadas o, de origen interno cuando compiten con bienes transables.

En el mediano plazo se considera que la inflación es un fenómeno monetario, por lo que una expansión de la liquidez por sobre las necesidades reales de la economía, crearía presiones sobre los precios internos o la posición externa del país.

En enero del 2005 el BCCR planteó como meta procurar una inflación interna en torno al 10% para este año, medida por el IPC y, de 9% medida por el ISI; no obstante, como se comentó con anterioridad, la magnitud y duración de los choques de oferta fue mayor a lo previsto, y llevaron la inflación a un 13,8% al cierre del primer semestre del año. Las últimas estimaciones apuntan que no será posible alcanzar esa meta de 10%, y proyectan un crecimiento de los precios internos en torno al 12,7% al finalizar el año. Así, la convergencia de la inflación interna hacia las tasas que muestran los principales socios comerciales del país se perfila más lenta y gradual.

Uno de los elementos considerados en esa estimación fueron las expectativas de inflación, que han venido en aumento de acuerdo con los resultados de la Encuesta sobre Perspectivas Económicas[33]. Mientras en el tercer trimestre del 2004 la expectativa media para el 2005 fue de 9,6%, en la edición de mayo 2005 alcanzó un 12,8%. La aceleración de este indicador podría ser un efecto derivado de la persistencia y magnitud de las perturbaciones de oferta, que ya se refleja en el proceso de determinación de precios.

Es de interés para el Banco Central procurar que esas expectativas de inflación converjan, en forma gradual, hacia la inflación meta, a medida que se diluya el efecto que han tenido los choques de oferta sobre esta variable.

Así, el escenario de política acá planteado, coherente con el estado actual de la economía y las perspectivas de comportamiento de los distintos indicadores macroeconómicos disponibles al momento de elaborarlo, contempla un proceso continuo de desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios internos, desde su punto más alto en mayo del 2005 (la tasa interanual del IPC se ubicó en 14,5%).

La revisión del Programa Monetario para el período julio 2005 diciembre 2006 plantea como meta alcanzar, al término del 2006, una inflación que se ubique entre 10% y 11% anual, tomando como referencia la variación en el Indice de Precios al Consumidor y, entre 9% y 10% en términos de la variación del Índice Suybyacente de Inflación. Para ello la Institución no ajustará su política monetaria a las tasas actuales de inflación, sino mantendrá el tono restrictivo

[33] Encuesta Trimestral sobre Perspectivas Económicas, II-05, Mayo del 2005, División Económica, BCCR.

que ha procurado aplicar en los últimos meses. Esta política se manifestará de la siguiente manera:

a. En el segundo semestre del 2005 entrará en vigencia el aumento gradual en la tasa de encaje mínimo legal para obligaciones en moneda nacional y extranjera, de un 12% a un 15%, máximo establecido en el artículo 63 de la Ley Orgánica del Banco Central.

   Esta medida significa un aumento de 1,5 p.p. en dicho requerimiento a partir del 16 de julio del 2005 y, de 1,5 p.p. a partir del 16 de agosto del mismo año, por lo que el efecto restrictivo de la medida sobre el proceso de creación secundaria del dinero se dará en la segunda parte del año y en el 2006.

   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. El efecto del aumento en el porcentaje de encaje implica un traslado de recursos por parte de los intermediarios financieros al Banco Central en torno a los ¢40.000 millones y $120 millones[34].

b. Las operaciones de mercado abierto continuarán como principal instrumento de control monetario.

c. El Banco Central seguirá con el esquema de ajuste diario en el tipo de cambio del colón respecto al dólar estadounidense (minidevaluaciones), hasta tanto las condiciones macroeconómicas le permitan ir hacia otro régimen cambiario.

   El Banco Central seguirá un esquema flexible en su política de tasas de interés, considerando las condiciones del mercado doméstico, así como el comportamiento de las tasas de interés en los mercados externos, a fin de ofrecer al ahorrante un rendimiento atractivo en operaciones denominadas en colones, pero procurando a su vez que no estimule entradas de capital externo de naturaleza especulativa.

A continuación se presentan los principales resultados macroeconómicos para los próximos dieciocho meses.

[34] No contempla el efecto del aumento en los pasivos sujetos a encaje.

Cuadro 7
Principales resultados macroeconómicos

	2004	Programa 2005		Programa
	Observado	Original	Revisión	2006
Producto Interno Bruto				
Real	4,2%	3,2%	3,5%	2,4%
Nominal	16,2%	14,6%	14,7%	12,9%
Deflator implícito	11,6%	11,0%	10,8%	10,3%
PIB nominal (millones ¢)	8.099.532	9.229.169	9.293.920	10.496.954
Inflación				
Medida con IPC	13,1%	10,0%	12,7% 1/	10% - 11%
Medida con ISI	11,0%	9,0%	12,0% 1/	9% - 10%
Balanza de Pagos (millones $)				
Cuenta corriente (%PIB)	-4,5%	-4,2%	-4,7%	-4,5%
Cuenta comercial (%PIB)	-10,4%	-9,2%	-9,7%	-9,9%
Renta (%PIB)	-2,8%	-4,2%	-4,8%	-5,0%
Cambio RIN de BCCR	82	0	290	(50)
Cuenta de Capital y financiera	913	808	1.204	869
Sector Público	84	18	(20)	34
Sector Privado	829	791	1.224	834
Sector Monetario (variación anual)				
Agregados Monetarios				
Emisión	0,9%	10,3%	12,8%	12,0%
Medio Circulante	0,5%	13,5%	14,5%	12,5%
Liquidez total 2/	28,6%	9,5%	7,7%	6,8%
Crédito sector privado 2/	11,9%	11,0%	10,8%	9,1%
Sector Público Global Reducido (% PIB)				
Déficit combinado	3,6%	3,9%	3,9%	3,8%
Gobierno	2,8%	3,0%	2,8%	2,8%
Resto SPNF (superávit)	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
BCCR	1,3%	1,3%	1,5%	1,4%

1/ Estimación.
2/ Estas tasas de variación no contemplan el efecto cambiario.

3.3. Balance de riesgos

El escenario previsto para el 2006 está sujeto a diversos elementos de riesgo, comentados a lo largo del documento. En particular, se consideró conveniente evaluar dos factores que podrían requerir de cambios en el manejo de la política monetaria[35], ellos son:

i) **Precios del petróleo**. La volatilidad y persistencia de los altos precios del petróleo sigue representando un riesgo significativo para las perspectivas económicas mundiales.

En el caso costarricense su efecto se ha manifestado de manera significativa, tanto en los precios internos como en un mayor deterioro del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

En la revisión del Programa Monetario se supone que, el precio medio del coctel de hidrocarburos que importa Costa Rica se ubica en $58 y $65 por barril en el 2005 y el 2006, en ese orden. En caso de que no se concrete el aumento estimado para el 2006 y, este indicador se ubique en $55 por barril el año entrante, la relación de términos de intercambio no mostraría un deterioro con respecto al 2005.

El principal efecto de este escenario es una mayor tasa de crecimiento económico (se acelera en 0,3 p.p. en el 2006), que no se traduciría ese año en presiones inflacionarias, toda vez que ésta variable se encuentra por debajo de su nivel de tendencia de largo plazo.

ii) **Aprobación del Plan Fiscal y Reforma Estructural,** cuyo efecto neto en las finanzas del Gobierno se estima en aproximadamente un 1,4% del PIB[36] a partir del 2006.

La reforma fiscal permitiría una mejora significativa en la posición financiera del sector público y, en consecuencia una reducción de la deuda del sector público respecto al PIB (aproximadamente 3 p.p. en el 2006). Esta situación reduciría las presiones en el mercado financiero, con el consecuente efecto a la baja en las tasas de interés. Asimismo posibilitaría una eventual capitalización del Banco Central por parte del Gobierno, con el consecuente efecto positivo en el proceso de convergencia de la inflación interna hacia las tasas que presentan los socios comerciales del país.

El comportamiento en las tasas de interés tendría un efecto positivo sobre el crecimiento real del producto. Por un lado, incentiva la inversión y, por otro, al reducir la carga financiera del Fisco, le permitiría en el mediano plazo hacer una mejor gestión del gasto público, y en consecuencia podría destinar una mayor proporción de recursos a la atención de gastos de tipo social e infraestructura.

[35] De acuerdo con el Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala.

[36] Las estimaciones del efecto total que tendría la reforma fiscal, y que a la fecha maneja el Ministerio de Hacienda, apuntan a una mejora en los ingresos fiscales de aproximadamente 2% del PIB.

Lo anterior no se traduciría en presiones sobre la inflación interna, toda vez que el nivel de actividad económica estaría por debajo del crecimiento potencial.

Por otra parte, el mayor ahorro primario del sector público tendría un efecto favorable en el déficit en cuenta corriente. No obstante, debido al menor premio implícito en las tasas de interés locales, podría generar menores influjos de capital.