BCCR

REVISION PROGRAMA MONETARIO 2006-2007

BANCO CENTRAL de COSTA RICA

Julio 2006

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

MSC. Guillermo Zúñiga Chaves

Vicepresidente

Dr. Luis Mesalles Jorba

Directores

MAE Jorge Alfaro Alfaro

Lic. Hilda Pepita Echandi Murillo

MEE José Eduardo Angulo Aguilar

Dr. Bernal Jiménez Chavarría

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

En cumplimiento de lo anterior, se presenta un diagnóstico de la situación económica reciente así como las acciones que en materia monetaria y cambiaria pretende ejecutar el Banco Central en los próximos meses, bajo el entendido de que procederá a modificar el ejercicio en respuesta a los cambios introducidos en otros campos del quehacer económico.

CONTENIDO

1.	Consideraciones generales	1
2.	Aspectos relevantes sobre el desempeño de la economía en el primer semestre del 2006	5
3.	Revisión del Programa Monetario 2006-2007	14

Recuadro 1: Política monetaria y cambiaria en el primer semestre del 2006 3
Recuadro 2: Situación fiscal en el primer semestre del 2006 11

1. Consideraciones generales

En términos generales, la economía costarricense durante el primer semestre del año mostró un balance positivo, a pesar de que enfrentó un nuevo deterioro en los términos de intercambio. La inflación interna se desaceleró, la actividad económica mostró mayor dinamismo y aunque el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue ligeramente superior al del año previo, ingresaron recursos suficientes para financiarlo y permitir una acumulación de reservas internacionales.

Particularmente el desempeño macroeconómico en esta primera parte del año se caracterizó por:

a) Una tasa de inflación aún relativamente alta, pero con una tendencia a desacelerarse. Al cierre del primer semestre la tasa anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó un 12,4%, 1,7 puntos porcentuales (p.p.) inferior a la registrada el pasado mes de diciembre.

b) Una aceleración en el ritmo de actividad económica, en términos de lo acontecido en años anteriores, de lo previsto para el 2006 en el Programa Monetario de inicios de año, así como en relación con el crecimiento potencial estimado para el largo plazo[1]. El mayor nivel de actividad económica estuvo determinado por la demanda externa y, por el comportamiento de la demanda interna en los últimos trimestres. En este último caso tuvo especial incidencia el incremento en la formación bruta de capital fijo, así como la acumulación de existencias en regímenes especiales de comercio.

c) Un resultado de las operaciones del país con el resto del mundo que continuó afectado, de manera significativa, por el comportamiento del precio del petróleo y sus derivados. Sin embargo, el país dispuso de los recursos externos necesarios para financiarlo y permitir un incremento en las Reservas Internacionales del Banco Central (RIN) en torno a $300 millones en el primer semestre del año, y que ubicó su saldo en el equivalente a un 12% del PIB.

d) En esta primera parte del año las autoridades fiscales mantuvieron el tono restrictivo de su política, manifiesto en un resultado financiero del Sector Público Global Reducido (SPGR) como proporción del producto más favorable que el observado un año atrás.

e) Durante el período en comentario el Banco Central procuró mantener el carácter restrictivo de su política monetaria con medidas tendientes a mejorar el mecanismo de transmisión de su política monetaria, más que con movimientos al alza en sus tasas de interés y, avanzó en la preparación de la plataforma necesaria para introducir un esquema cambiario más flexible. El recuadro 1 presenta una breve descripción de las principales acciones adoptadas en los campos monetario y cambiario en este lapso.

[1] Estimado con base en el comportamiento histórico del PIB.

Sin embargo, como ya se ha reconocido en reiteradas ocasiones, en los últimos tiempos se observó el efecto pernicioso de dos elementos que inciden negativamente sobre la eficacia de la política monetaria; por un lado el fenómeno conocido como "Trinidad imposible de la macroeconomía abierta"[2] y las pérdidas de la Institución[3]. En razón de ello los esfuerzos realizados por el Banco Central con los instrumentos de política a su alcance no lograron ubicar los agregados monetarios restringidos y el crédito al sector privado en los niveles contemplados en el Programa Monetario aprobado a inicios del presente año. Lo anterior evidencia la existencia de excesos de liquidez en la economía, que podrían haber facilitado el financiamiento de un mayor gasto interno.

Para los siguientes dieciocho meses el ejercicio de programación parte de proyecciones para la economía internacional caracterizadas por un ritmo de crecimiento económico relativamente alto y estabilidad en los precios, a pesar del aumento previsto en la cotización internacional del crudo.

Además, no contempla el efecto que sobre las distintas variables macroeconómicas podrían tener los ajustes en el campo fiscal asociados con reformas tributarias y de contención del gasto público. En razón de ello, el peso de la estabilización económica recae en la política monetaria, que procurará recoger los excesos monetarios observados en el primer semestre del 2006, con el propósito de ubicar la tasa de inflación interna en torno a un 10% al finalizar el 2007.

El Banco Central procederá a replantear su programa monetario en la medida que cambios de política en otros campos del quehacer económico afecten los elementos críticos de este ejercicio.

[2] Bajo un régimen de tipo de cambio de mini-devaluaciones y en un contexto de apertura de la cuenta de capitales, si el BCCR aumenta la tasa de interés con fines de estabilidad interna puede incentivar la entrada de capitales. Como el tipo de cambio no se ajusta en función de la disponibilidad de divisas, dichos recursos pueden llevar a monetizaciones cuyo efecto el Ente Monetario debe neutralizar para que no ejerza presiones sobre la demanda interna, y así anular la intención inicial de contraer los medios de pago. Ello dificulta la eficacia de la política monetaria y usualmente eleva el costo de la gestión monetaria.

[3] Las pérdidas afectan la independencia del BCCR al reducir los grados de libertad para ejecutar la política monetaria, pues al generar expansiones monetarias continuas debe utilizar sus instrumentos de control para neutralizarlas, limitando su uso para corregir desequilibrios generados por otras causas, por ejemplo, entradas excesivas de capital externo.

Recuadro 1
Política monetaria y cambiaria en el primer semestre del 2006

El Programa Monetario 2006-2007 planteó como objetivo reducir el crecimiento de los precios internos, de manera que, al término del 2007 la tasa de inflación rondara el 10% y, más adelante, en el tanto se resolvieran las limitaciones que enfrenta la política monetaria (trinidad imposible, persistentes déficit fiscales y el déficit crónico de la Institución), poder aspirar a inflaciones convergentes con las de nuestros principales socios comerciales.

Particularmente en el primer semestre del 2006 la política monetaria enfrentó varios retos: i) desacelerar el crecimiento de los precios internos y, reducir la brecha entre las expectativas de inflación y el objetivo inflacionario; ii) realizar un manejo de las tasas de interés que no incentivara movimientos bruscos en los flujos de capital externo; iii) mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, con cambios en la operativa de los mecanismos de absorción monetaria y; iv) neutralizar excesos de liquidez observados en el 2005.

1. Política monetaria

Las acciones de política monetaria del período buscaron mejorar el mecanismo de transmisión y la efectividad del encaje mínimo legal. En el primero de los casos, se buscó que las decisiones en materia de tasas de interés no indujeran la entrada de capital especulativo y, además, se manifestaran de mejor manera en la estructura de las tasas de interés del mercado y, en consecuencia tuvieran un mayor impacto sobre el gasto interno. De manera particular destaca lo siguiente:

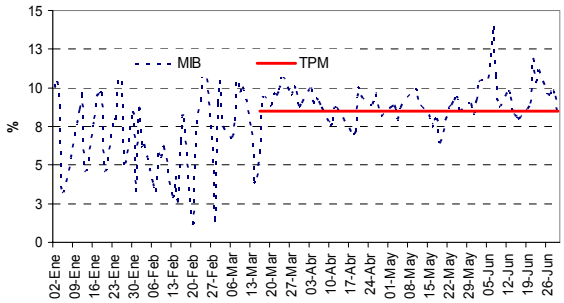
a) En el mes de marzo la Junta Directiva aprobó: i) la facilidad de depósito a un día plazo, bajo la modalidad de inversiones a corto plazo (ICP); ii) empezó a utilizar esa tasa de interés como tasa de señalización de política monetaria (TPM)[4] y; iii) inició un proceso de ajuste de la estructura de tasas de interés de sus instrumentos de captación para adecuarla a las condiciones prevalecientes en el mercado financiero.

   Con ello buscó: i) reducir el premio por invertir en instrumentos de BCCR en colones a plazos muy cortos (30 días o menos), que podría estar fomentando la entrada de capital especulativo; ii) definir un piso a las tasas de interés en el Mercado Interbancario de Dinero (MIB); iii) avanzar en la construcción de un corredor de tasas de interés, mecanismo utilizado en muchos países que conducen su política monetaria en un contexto de mayor flexibilidad cambiaria; y iv) incentivar a los inversionistas a moverse hacia instrumentos financieros a plazos más largos.

   Después de la medida las tasas del MIB han tendido a ubicarse en torno a la tasa de interés de ICP a un día plazo.

Gráfico 1

Tasa de interés MIB y tasa de política monetaria
Enero - Junio 2006



   Por otra parte, el ajuste en la estructura de tasas de interés se estima contribuyó a reducir la concentración de la liquidez en instrumentos de muy corto plazo[5], y no solo adecuó las tasas de interés del BCCR a las condiciones de liquidez de la economía, sino también redujo el riesgo de refinanciamiento de su deuda.

b) El BCCR avanzó en la creación de la plataforma necesaria para facilitar al público la posibilidad de adquirir de manera electrónica inversiones a plazos menores de un año. Con esta facilidad (conocida como "ventanilla electrónica") la Institución busca que las tasas de interés de sus instrumentos sean el piso en la estructura de tasas de mercado, particularmente de la banca comercial. Por el momento ya fueron adecuados los mecanismos de liquidación de estas operaciones por medio del Sistema Interbancario de Negociación de Pagos Electrónicos (SINPE), por lo que se espera que en las próximas semanas esta facilidad esté disponible para el público.

c) A finales del primer semestre el BCCR introdujo dos nuevos títulos de captación a largo plazo: uno vinculado a la tasa básica pasiva y otro que da la opción de redención anticipada ("opción call"). En ambos casos el propósito es aumentar el perfil de vencimiento de la deuda y posibilitar el refinanciamiento futuro en condiciones

[4] Con anterioridad utilizó la tasa de ICP a 30 días.

[5] Mientras en el primer trimestre del 2006, en promedio, un 24% de las OMA se concentró en ICP, al final del semestre dicha relación fue de 5%.

financieras más consecuentes con las que priven en el mercado.

d) En materia de encaje destacan dos medidas para mejorar la eficiencia de este instrumento.

Por un lado, a partir de noviembre del 2005 el Directorio dispuso que, para aquellos intermediarios que utilizan las Custodias Auxiliares de Numerario (CAN), el control del encaje se hará con el promedio ponderado por tiempo de permanencia de los depósitos que por concepto de CAN constituyan en el BCCR y no con el saldo al final del día. La medida llevó a una restitución de fondos de encaje y, en consecuencia, a una mayor demanda de numerario por parte de la banca comercial.

Por otra parte, la Junta Directiva estableció un porcentaje mínimo diario de los depósitos en el BCCR por concepto de encaje. Así, a partir de la segunda quincena de junio, el monto mínimo de esos depósitos deberá ser un 85 % del encaje requerido de la quincena previa y, a partir de la segunda quincena de setiembre del 2006 ese porcentaje sube a un 90 %. Con esta disposición se buscó reducir la volatilidad de los depósitos por encaje en el BCCR.

e) En mayo del 2006 el BCCR enfrentó vencimientos de Certificados de Depósito a Plazo en dólares (CERTD$) por $69 millones, operaciones que decidió no renovar, al considerar que las RIN se encontraban en niveles aceptables.

f) La absorción prevista para todo el año en el Programa Monetario era de ¢ 140.416 millones, No obstante, solo en el primer semestre se captaron ¢ 120.531 millones, ello en razón de la mayor acumulación de RIN en relación a lo programado.

2. Política cambiaria

En materia cambiaria, en la primera parte del 2006 el BCCR aplicó una pauta media de ajuste diario del tipo de cambio nominal de trece céntimos, siguiendo el criterio de Paridad del Poder de Compra, el cual busca ajustar el tipo de cambio en función del comportamiento previsto del diferencial entre el objetivo inflacionario y la inflación de los socios comerciales y, del dólar estadounidense respecto a la canasta de monedas de esos socios comerciales. Con esa pauta la devaluación nominal alcanzó un 3,2%, inferior en 0,9% a la observada en igual semestre del año anterior.

El Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real Multilateral, con información al mes de mayo del 2006, se ubicó en un nivel similar al observado al término del 2005. Ello en razón de que el diferencial entre la inflación externa y la interna[6] (4,4%) fue prácticamente compensado por el efecto conjunto del incremento en el tipo de cambio nominal y la ganancia de poder adquisitivo de las monedas de los principales socios comerciales respecto al dólar estadounidense (1,6%)[7]. Por su parte, el indicador del Tipo de Cambio Efectivo Real Bilateral con los Estados Unidos registró una apreciación real del colón de 2,3% en los primeros cinco meses del año.

En el Programa Monetario aprobado a inicios de año, el BCCR señaló que con el fin de mejorar la efectividad de la política monetaria, continuaría profundizando en el estudio y eventual cambio del esquema cambiario de mini-devaluaciones hacia otro esquema más flexible. Durante este primer semestre se trabajó en lo referente al campo normativo, operativo y tecnológico, con el propósito de contar con una plataforma que permita un accionar más adecuado del BCCR y del mercado. Particularmente avanzó en:

a) Modificación del Reglamento para las Operaciones Cambiarias. Los cambios buscan dar mayor libertad a los intermediarios cambiarios para variar su posición diaria en moneda extranjera y promover una mayor transparencia en las relaciones de las entidades con el público. Este Reglamento entrará a regir en las próximas semanas.

b) Estableció un margen de intermediación cambiaria en las operaciones del BCCR con las entidades autorizadas[8]. Con ello buscó generar un ingreso que permitiera cubrir los costos de participación del BCCR como comprador neto con fines de estabilización del tipo de cambio.

c) Actualmente se encuentra en la etapa de implementación de un nuevo servicio integrado al SINPE denominado Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) el cual servirá para realizar las operaciones cambiarias entre las entidades y el BCCR y sustituirá al MONED.

d) Por último, está en proceso de envío en consulta al medio financiero un reglamento para normar las transacciones a futuro en moneda extranjera, lo cual permitiría a las entidades autorizadas ofrecer instrumentos de cobertura de riesgo cambiario.

---

[6] Medida por la variación del Índice de Precios al Productor Industrial ajustado por el precio de hidrocarburos.

[7] Las monedas con mayores apreciaciones fueron la corona sueca (8,9%), el euro (7,8%), la libra esterlina (6,9%) y el yen japonés (6,1%).

[8] Hasta el 20 de abril el BCCR compró y vendió divisas a un tipo de cambio único en el Mercado Organizado de Negociación Electrónica de Divisas (MONED).

2. Aspectos relevantes sobre el desempeño de la economía en el primer semestre del 2006

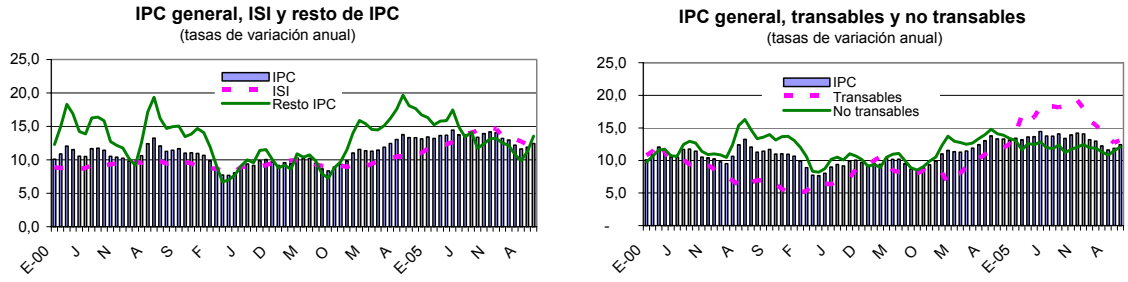
En este apartado se presenta la evolución de la economía en el primer semestre del 2006 con énfasis en el comportamiento de la inflación interna, y de seguido se analizan tres elementos que podrían explicar el comportamiento del indicador: i) la evolución de la economía mundial, pues su comportamiento incide, por la vía de las transacciones con el sector externo, sobre la producción, la demanda agregada y los precios de la economía costarricense; ii) la oferta y demanda agregada, con el fin de identificar la posible existencia de presiones inflacionarias y; iii) los principales rasgos del sector monetario, en el tanto excesos de liquidez se pueden traducir en presiones futuras sobre la demanda interna.

La inflación, medida por la variación anual del IPC, fue de 12,4% al cierre del primer semestre del 2006 y mostró una clara desaceleración con respecto a la registrada en junio (13,8%) y diciembre (14,1%) del 2005. En el primer semestre del año en curso ese indicador mostró un incremento de 5,3 % inferior al 6,9 % observado en igual período del año anterior.

Al comparar el crecimiento anual del IPC de junio del 2006 con igual mes del año previo, se tiene que la desaceleración (1,4 p.p.) estuvo determinada, en buena medida, por el componente "alimentos, bebidas y tabaco", que con una participación relativa de 45% dentro de la canasta del IPC, mostró una tasa anual casi cuatro p.p. por debajo de la registrada un año atrás. Dentro de este grupo tuvieron especial importancia productos como el café[9], las hortalizas, frutas y leguminosas. El efecto de este componente fue parcialmente compensado por los incrementos en el precio de los combustibles, servicios de transporte y servicios de enseñanza, en los primeros dos casos afectados por la evolución de la cotización internacional del crudo.

[9] El aumento anual del precio del café en el 2005 (92% a junio del 2005 y 1,7% un año después) reflejó la evolución de su cotización en el mercado internacional, afectada por una menor oferta mundial, la diferenciación de compras de café en los mercados de consumo y, un aumento en la demanda mundial. Si bien el café no es un bien importado, el traslado de este efecto a los precios internos fue posible dada su alternativa de comercialización internacional.

Gráfico 2



La desaceleración antes comentada fue evidente en la mayor parte de los indicadores utilizados para analizar el comportamiento de los precios internos.

El índice de precios de bienes transables, que comprende aquellos afectados, en forma directa e indirecta, por los precios internacionales y por el tipo de cambio, mostró una variación anual de 13,2% a junio del 2006 (18% en junio y en diciembre del 2005) y reflejó, en buena medida, lo acontecido con el precio del café así como la menor variación en el precio del colón respecto al dólar estadounidense. En efecto, excluyendo el café, el incremento anual de ese indicador a junio del 2006 fue de 14,3 %, en tanto en junio del año pasado fue de 13,5 %. En el caso del IPC, al excluir el café, la tasa interanual al término del primer semestre del año alcanzó un 12,7 % (13 % en diciembre del 2005 y 12,4 % en junio de ese mismo año).

Por su parte, el precio de los bienes y servicios no transables, cuya determinación está más vinculada con factores de demanda interna, registró tasas de variación similares a las observadas en el 2005 (en torno al 12%).

En lo que respecta al Indice Subyacente de Inflación (ISI), indicador que representa de mejor manera la tendencia de mediano plazo de la inflación general, creció a una tasa anual del 11,7%, casi tres p.p. inferior a la registrada al término del 2005. Este comportamiento también estuvo afectado por la evolución del precio del café, pues al excluirlo del cálculo, el crecimiento anual del ISI es similar al de diciembre del 2005 y más de un punto porcentual por encima del observado un año atrás. No obstante, su tasa acumulada en el primer semestre, excluido el café, mostró una desacelaración de 0,5 p.p. en junio 2006 con respecto a lo observado un año atrás (5,8%); lo anterior explicado, principalmente, por la evolución de los precios de los servicios, cuya desaceleración alcanzó cerca de 0,7 p.p. .

2.1. Entorno externo

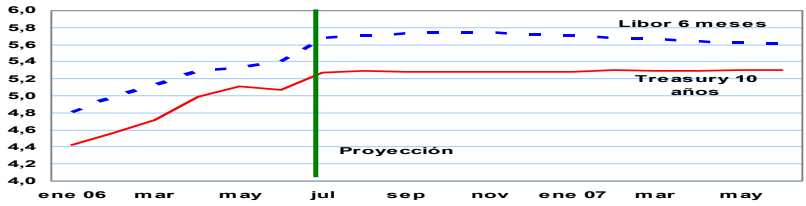
Los elementos que caracterizaron la evolución del entorno internacional en la primera parte del 2006 fueron:

a) La economía internacional continuó registrando un ritmo de crecimiento vigoroso, en un contexto en el cual las perspectivas de crecimiento se mantienen al alza y las condiciones de financiamiento son favorables. Este impulso estuvo determinado, principalmente por Estados Unidos y China, como reflejo del dinamismo de sus demandas internas.

b) La cotización internacional del petróleo y sus derivados mantuvo una tendencia al alza, por lo que persisten los riesgos de los desbalances globales y la incertidumbre sobre el efecto que ello tendría en la inflación mundial en el mediano y largo plazo. Por el momento, pese al significativo aumento en el precio del crudo[10], las presiones inflacionarias han sido moderadas, la inflación subyacente casi no se ha visto afectada y las expectativas de inflación no han experimentado cambios significativos[11].

c) Las condiciones en los mercados financieros internacionales han sido favorables, sobretodo por la abundante liquidez originada en países exportadores de petróleo y algunas regiones emergentes de Asia. No obstante que las tasas de interés de corto plazo tendieron al alza, siguiendo las tasas en Estados Unidos, los rendimientos de largo plazo continúan estables e incluso en niveles inferiores al promedio histórico.

Gráfico 3
Libor a 6 meses y rendimientos de Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años



Fuente: Tomado de Bloomberg el 27 de junio del 2006.

Estos acontecimientos afectaron a la economía costarricense como sigue:

a. El mayor dinamismo en la actividad económica mundial, y en particular, de los principales socios comerciales del país, incidió positivamente sobre el crecimiento de la demanda externa por bienes y servicios.
b. El aumento en el precio internacional del crudo y de otras materias primas ha tenido un efecto negativo sobre los términos internacionales de intercambio, en la cuenta comercial de bienes y en los activos externos en poder del Banco Central, además del impacto desfavorable sobre los precios internos.
c. El incremento en las tasas de interés internacionales de corto plazo ha reducido el potencial influjo de recursos financieros sensibles a los diferenciales en rendimiento. En efecto, los datos para esta primera parte del año, evidenciaron un aumento en la adquisición por parte de residentes, de títulos emitidos en los mercados internacionales, principalmente bonos del tesoro de los Estados Unidos.

[10] El precio del barril de crudo pasó de $61,06 en diciembre del 2005 a $73,94 en junio del 2006, según Energy Information Administration.
[11] Existe duda por parte de organismos internacionales acerca de si ello responde a una posposición de ajuste en precios o bien a la globalización mundial, que lleva a una mayor dependencia externa de productos domésticos y restringe aumentos en precios y salarios de los sectores más expuestos a la competencia internacional.

2.2. Oferta y demanda agregadas

La actividad económica medida por el crecimiento del PIB trimestral registró, al primer trimestre del año una tasa de variación anual de 7% en términos reales, comportamiento que también se manifiesta con la serie original del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAE) en los primeros cinco meses del 2006, cuya variación media alcanzó un 6,8 % con respecto a igual lapso del año precedente. Estos resultados son altos si se les compara con lo observado en el 2005 y con la estimación del crecimiento potencial de mediano y largo plazo[12].

La brecha positiva con respecto al producto potencial se estima ha estado presente desde el segundo trimestre del 2005. En relación con este indicador es importante destacar la permanencia de dicha brecha, aunque esta se ensanchó en relación con la estimada para el 2005; en promedio para el 2006 se estima que dicha brecha alcance 0,8 puntos porcentuales, lo que eventualmente podría ser una señal de alerta sobre posibles excesos de demanda.

Si bien una buena parte del incremento de la demanda agregada y, en consecuencia del crecimiento de la producción ha estado determinada, por el aumento en las exportaciones de bienes y servicios, en los últimos tres trimestres dicho efecto se ha unido a una evolución algo más dinámica del gasto interno.

Con información al primer trimestre del 2006, la demanda interna creció a una tasa real de 8,4%, tres p.p. por encima de la tasa media trimestral observada en el 2005. No obstante, es conveniente señalar que en el primer trimestre del 2006 la dinámica del gasto interno ha estado principalmente dominada por la evolución favorable de la formación bruta de capital fijo, tanto en nuevas construcciones como en maquinaria y equipo, así como por la acumulación de existencias en los regímenes especiales de comercio. Por otra parte, el consumo final de los hogares en este período mantuvo el ritmo medio de crecimiento registrado el año previo (3,9%)

En términos nominales, durante el primer trimestre del año el PIB creció a una tasa del 19,9%, alrededor de tres p.p. por debajo del crecimiento nominal de la demanda interna. Como resultado del comportamiento de estos indicadores, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó el equivalente a $127 millones en los primeros tres meses del año ($104 millones en igual período del 2005).

El resultado en la cuenta corriente de la balanza de pagos al primer trimestre del 2006 estuvo determinado por:

[12] La tendencia hacia la aceleración del crecimiento económico medida por los diferentes indicadores de producción se ha venido observando desde el II trimestre del 2005. La información preliminar que recabara el Banco Central de los diferentes informantes, si bien reflejaba una relativa aceleración de la producción en el 2005 respecto al año anterior, los datos más recientes evidenciaron una aceleración mayor del crecimiento económico.

a) El valor de las exportaciones de bienes registró un aumento anual de 24,6%, explicado tanto por el dinamismo de las mercancías generales como de los regímenes especiales. En el primer grupo, sobresalen productos como banano, piña, productos farmacéuticos y materiales eléctricos; canalizados principalmente al mercado estadounidense, europeo y centroamericano. Por su parte, dentro de los regímenes especiales destacaron las zonas francas, tanto la industria de alta tecnología como del resto de empresas.

b) El valor de las compras externas aumentó en un 26,5% respecto a igual período del 2005, comportamiento determinado tanto por mayores importaciones de mercancías generales como de las empresas de zonas francas. Si bien la factura petrolera[13] tuvo un impacto importante dentro del primer grupo, al excluir este producto, el incremento alcanzó un 16,7%. El análisis por categoría económica evidenció el mayor dinamismo tanto en materias primas, como en los bienes de capital y de consumo.

c) Los ingresos netos por servicios aumentaron un 10% con respecto a igual lapso del año previo y mantuvieron su peso relativo respecto al PIB (2,4%) .

d) Durante este período el influjo de recursos externos no solo permitió financiar este déficit en la cuenta corriente, sino también aumentar el saldo de RIN del BCCR en $453 millones durante el primer trimestre. El aumento en el financiamiento externo fue canalizado principalmente al sector privado, en la forma de inversión extranjera directa, dentro de la cual destacan los aportes a empresas afiliadas y el sector inmobiliario[14].

   Cabe indicar que, según cifras preliminares a mayo del 2006, las exportaciones mostraron un aumento respecto a igual período del año anterior de 17,4 % (6,8 % en el 2005) y, las importaciones crecieron en 22,7 % (11,4 % en el 2005).

   Información más reciente (al cierre de junio del 2006) indica que el saldo de RIN ascendió a $2.614 millones, equivalente a un 12% del producto estimado para el año, 1,5 veces el monto de deuda externa de corto plazo con vencimiento residual y 4 meses de importaciones regulares[15].

   Es necesario recordar que, la acumulación de reservas internacionales lleva asociado un deterioro en las finanzas de la Institución, en la medida que el ingreso que generan esos recursos es inferior al costo de neutralizar la expansión de liquidez generada por ella. Ello agrava aún más el ya comentado problema de las pérdidas del BCCR, cuya monetización debe ser neutralizada con emisión de nueva deuda. Las pérdidas del BCCR alcanzaron a junio del 2006, ¢66.911 millones, monto similar al observado en igual lapso del 2005, con lo cual su relación respecto al PIB disminuyó como se observa en el cuadro 1.

[13] El aumento en el valor de las importaciones de hidrocarburos fue de $105,0 millones en el primer trimestre, al compararlo con igual lapso del año previo. Entre esos períodos el precio medio por barril del cóctel aumentó $14,9.
[14] Las estimaciones de inversión inmobiliaria son de reciente inclusión en las estadísticas de la balanza de pagos.
[15] El nivel de reservas se considera adecuado debido a que permite superar los valores mínimos requeridos para medir la suficiencia de reservas.

Con información al mes de mayo del 2006, el resultado financiero del SPGR[16] fue positivo (0,02% del producto), contrario a lo observado en igual lapso del 2005 y que, entre otros puso de manifiesto acciones de contención del gasto público y medidas que procuraron mejorar la recaudación tributaria (mayor detalle en recuadro 2).

Cuadro 1

Resultado Financiero del Sector Público Global Reducido
cifras acumuladas a mayo, como porcentaje del PIB

	2005	2006
Sector Público Global Reducido	-0,71	0,02
Banco Central de Costa Rica	-0,56	-0,49
Sector Público No Financiero Reducido	-0,14	0.51
Gobierno Central	-0,71	-0,42
Resto del Sector Público no Financiero Reducido	0,56	0.93

Fuente: Ministerio de Hacienda..

En síntesis, dos características destacan de este aparte:

i. La actividad económica fue impulsada por el componente externo e interno de la demanda, y su crecimiento superó las estimaciones de producto potencial.

ii. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos aumentó, producto de un mayor exceso de gasto del sector privado pues el del sector público mostró un leve crecimiento.

[16] El SPGR incluye el Gobierno Central y una muestra de seis (6) instituciones autónomas no financieras (CCSS, RECOPE, CNP, ICAA, ICE y JPSSJ) y Banco Central de Costa Rica.

Recuadro 2
Situación fiscal en los primeros cinco meses del 2006

El déficit acumulado del Gobierno se redujo en 0,3% del PIB con respecto al registrado en igual período del 2005. Por el lado de los ingresos destacó lo siguiente:

- Los tributos por concepto de aduanas, componente que representa un 37% del total de ingresos, crecieron a una tasa anual del 23,2% (21,6% en igual lapso del 2005), variación que en términos reales significó casi 4 p.p. más que en el 2005. En este comportamiento influyó la puesta en marcha del sistema Tecnología de Información para el Control Aduanero (TICA)[17], así como la mayor importación de automotores, papel, cartón y sus manufacturas.

- Hubo una mayor recaudación por impuestos sobre las ventas, comportamiento en parte asociado con mejoras introducidas en el control tributario y la aceleración en el ritmo de actividad económica.

- Un repunte en la recaudación de otros tributos como por ejemplo los de traspaso de bienes inmuebles y combustibles[18].

Por su parte, los principales factores que influyeron en el comportamiento de los egresos fueron:

- El pago de intereses sobre la deuda bonificada, que aumentó cerca de ¢24.000 millones[19] y representó un 1,7% del PIB, proporción menor a la observada un año antes. No obstante, la participación de esta partida dentro del total de gastos gubernamentales se mantuvo en torno a 30%.

- El aumento en las transferencias al fondo de educación superior (25,8% con respecto a igual periodo del 2005).

- El incremento de 2 p.p. en remuneraciones, componente que representa alrededor de una tercera parte de los gastos. Ello como reflejo de un ajuste salarial para el sector público un punto porcentual más alto que en el 2005.

El Gobierno atendió su brecha financiera básicamente mediante la colocación neta de bonos internos.

El resto del Sector Público no Financiero Reducido registró un superávit financiero acumulado a mayo de 0,9% del PIB, superior en cerca de ¢50.000 millones al observado un año atrás. Dicho resultado se explica por la mejora en la posición financiera tanto del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) como de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS), efecto que superó el deterioro mostrado en las finanzas de la Refinería Costarricense de Petróleo (RECOPE), entidad que realizó importantes pagos por factura petrolera en el período en comentario.

En el caso del ICE influyó, básicamente, el crecimiento en ingresos por venta de energía local (35.4% contra 18.2% en el 2005) ante el incremento de tarifas[20], la desaceleración en la compra de bienes y servicios y la caída en el gasto de capital (7,3%), aún cuando esta última fue menor a la observada un año atrás.

Por su parte, la mejora en el resultado de la CCSS reflejó el aumento en la renta de factores, específicamente por intereses sobre títulos valores del Gobierno Central, dado que el saldo promedio de tenencia de estos activos durante los primeros cinco meses del 2006 fue ¢21.000 millones mayor que en igual lapso de 2005.

[17] A partir de febrero entró a funcionar el sistema TICA en el aeropuerto Juan Santamaría.

[18] Si bien este gravamen consiste en un monto específico que se cobra sobre cada tipo de combustible, el mismo se actualiza cada 3 meses de acuerdo con el porcentaje de inflación.

[19] Los vencimientos de deuda bonificada acumulados al 31 de mayo pasado, implicaron un devengo de intereses de ¢289.377 millones, de los cuales se pagaron ¢187.521,6 millones (registrados en base efectivo). Para lo que resta del año se tiene programado un devengo de ¢166.000 millones.

[20] Durante el período en comentario se realizaron dos incrementos en las tarifas, uno por temporada alta y otro por costos.

2.3. Agregados monetarios y crediticios

En términos generales, los agregados monetarios restringidos y crediticios presentaron en el primer semestre del 2006 un crecimiento anual superior al observado en igual lapso de años previos. Ello constituyó un indicador de alerta acerca de la existencia de excesos de liquidez en la economía y de la necesidad de endurecer la política monetaria, buscando a su vez prudencia en las acciones, pues como se indicó con anterioridad, el esquema de mini-devaluaciones unido a la apertura de la cuenta de capitales, introduce un alto grado de endogeneidad a la oferta monetaria y, en consecuencia debilita el efecto restrictivo de las medidas.

Particularmente la emisión monetaria creció a una tasa media anual de 21,3% en el primer semestre del 2006, alta si se compara con la observada en igual período de años previos (9,7% y 15,3% en igual lapso del 2004 y 2005, en ese orden). En términos de lo programado a inicios de año, este comportamiento se tradujo en un desvío del indicador que supera el margen de error de la estimación (en torno al 2,5%) y la variabilidad que suele mostrar el indicador por factores distintos a estacionalidad y tendencia-ciclo (1,5%).

Entre los elementos que podrían explicar esta mayor demanda por numerario están: i) la disposición de la Junta Directiva de mejorar el control del encaje mínimo legal para aquellas entidades que disponen del servicio de CAN, lo que llevó a una mayor demanda de numerario por parte de la banca comercial a partir de noviembre del 2005; ii) el mayor nivel de actividad económica, que pudo haber incrementado la demanda de dinero por motivos transaccionales y iii) la distribución de recursos del Fondo de Capitalización Laboral (FCL)[21].

Sobre este último aspecto cabe tener presente que durante el período en comentario y, particularmente en el primer cuatrimestre del año, dado el actual régimen cambiario, el BCCR tuvo una participación como comprador neto de divisas en el mercado privado de cambios mayor a la prevista. Ello unido al efecto expansivo del déficit de la Institución requirió de incrementos en las operaciones de mercado abierto con el fin de neutralizar estos efectos monetarios. Sin embargo, la absorción mediante este instrumento no fue suficiente, situación que se reflejó en el desvío de la emisión monetaria antes comentado.

El medio circulante mostró un crecimiento interanual promedio en el primer semestre de 19,4 % superior al registrado en años anteriores (12,4 % en el 2005 y 12,7 % en el 2005), ello a pesar de la disminución del multiplicador bancario del dinero, que cayó de un 1,7 a un 1,5 entre el primer semestre del 2005 e igual lapso del 2006, variación que reflejó el efecto de los aumentos graduales en la tasa de encaje aplicados por la Institución a lo largo de los últimos tres años, así como las medidas tendientes a mejorar la efectividad de este instrumento de control monetario.

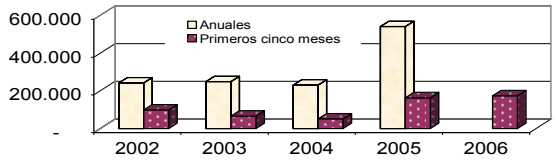
Agregados más amplios como el ahorro financiero interno, medido por el indicador de liquidez total del Sistema Bancario Nacional (M3) mostró un crecimiento anual promedio de un 22 % en este período (30 % en el primer semestre del 2005).

[21] Ello significó la movilización de recursos desde instrumentos financieros a plazo hacia otras figuras altamente líquidas, como los depósitos en cuenta corriente o de ahorro y el numerario. Por su naturaleza, parte de esta mayor demanda de dinero podría considerarse transitoria.

De acuerdo con el origen y aplicación de recursos de la banca comercial, en los primeros cinco meses del año[22] un 80% de los nuevos recursos que recibieron estos intermediarios provino de la captación, en buena medida de aquella denominada en dólares. En cuanto al uso de estos recursos, las principales aplicaciones fueron la concesión de crédito al sector privado, la constitución de encaje[23], la adquisición de BEM[24] así como la acumulación de activos externos netos por parte de la banca.

Gráfico 4

Flujos de crédito al sector privado del SBN
(no contempla efecto cambiario). En millones de colones

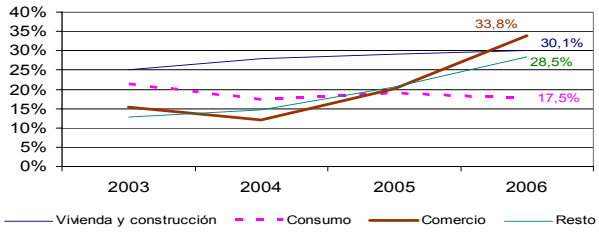


Como se observa en el gráfico 4, durante el período en comentario el flujo de crédito al sector privado (excluido el efecto cambiario) mostró un crecimiento relativo levemente menor al observado en igual período del 2005; no obstante, la tasa interanual media en el primer semestre del 2006 (22,8%) fue superior a la respectiva del 2005 (14,4%) debido al dinamismo del crédito en el segundo semestre del 2005.

En relación con lo programado a inicios del 2006, este agregado crediticio presentó un desvío medio de 1%.

Gráfico 5

Crédito sector privado por rama actividad
(tasas interanuales mayo de cada año)



En los últimos doce meses el crédito al sector privado mostró dos características: i) un mayor acceso al crédito por parte de los hogares (vivienda y construcción, consumo y, de manera indirecta por la vía del crédito al sector comercio) y, ii) un ligero repunte en la dolarización de la cartera, a pesar de los esfuerzos que han hecho algunas entidades bancarias para incentivar las operaciones denominadas en colones (oferta de créditos en unidades de desarrollo y ligados a la tasa básica, entre otros).

[22] Esta información parte de cifras definitivas suministradas por la banca comercial al 31 de mayo del 2006

[23] A finales de diciembre del 2005 los bancos retiraron cerca de un 50% del encaje requerido en moneda extranjera (aproximadamente $270 millones), mientras que a lo largo de estos primeros cinco meses del 2006 el promedio de retiro a fin de mes se ubicó en torno al 15% (aproximadamente $100 millones). Esta diferencia explica el fuerte incremento que presentaron los depósitos por encaje en dólares entre diciembre del 2005 y mayo del 2006.
Este comportamiento de la banca busca mejorar los indicadores de supervisión financiera, particularmente el de suficiencia patrimonial.

[24] Se estima que una parte importante de los fondos canalizados hacia BEM provino de la liquidación de ICP.

En resumen, la economía costarricense durante el primer semestre del año mostró un balance positivo, a pesar de que enfrentó un nuevo deterioro en los términos de intercambio. La inflación interna se desaceleró, la actividad económica mostró mayor dinamismo y aunque el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue ligeramente superior al del año previo, ingresaron recursos suficientes para financiarlo y permitir una acumulación de reservas internacionales. No obstante es preciso tener en cuenta lo siguiente:

a) La evolución del gasto interno sugiere la existencia de posibles excesos de demanda.

b) Parte de esa presión de demanda se habría canalizado por la vía de mayores importaciones para consumo, que vienen en ascenso desde el último cuatrimestre del 2005. No obstante, dado el dinamismo de las exportaciones, este comportamiento se manifestó en un ligero deterioro de la cuenta corriente, cuyo financiamiento fue posible por los flujos de inversión extranjera directa destacando aquellos destinados a la inversión inmobiliaria.

c) La dinámica de los agregados monetarios más líquidos y del crédito al sector privado de los últimos doce meses podría haber facilitado parte del financiamiento de ese exceso de gasto.

3. Revisión del Programa Monetario 2006 – 2007

El Banco Central tiene claro que es preciso reducir la tasa de inflación a niveles similares a las de nuestros principales socios comerciales, sin embargo, aún prevalecen diversos factores que limitan la efectividad de la política monetaria y que deben ser resueltos, los cuales impiden lograr tal objetivo:

i) El problema conocido como "Trinidad imposible de la macroeconomía abierta", el cual se refiere a que bajo un régimen cambiario de mini-devaluaciones y en un contexto de libre movilidad de capitales, aumentos en la tasa de interés con fines de estabilidad interna, pueden fomentar la entrada de capital y, dado el compromiso cambiario asociado al régimen, llevar a monetizaciones cuyo efecto el Banco Central debe neutralizar. Ello dificulta la eficacia de la política monetaria y usualmente eleva el costo financiero de la gestión monetaria.

ii) Pasar de un sistema de mini-devaluaciones hacia otro que permita al mercado una mayor presencia en la determinación del tipo de cambio, es una de las formas de aumentar la efectividad de la política monetaria y poder combatir con éxito desde el BCCR las presiones inflacionarias. Por consiguiente, el Banco Central espera flexibilizar el régimen cambiario en los próximos meses. No obstante, esa flexibilidad cambiaria no es condición suficiente para alcanzar tasas de inflación como las que actualmente presentan la mayoría de los países socios comerciales de Costa Rica.

iii) Para ello es indispensable dar una solución definitiva al problema de las pérdidas de la Institución y sanear de manera más sostenible las finanzas públicas. La problemática del déficit del Banco Central, presente por más de dos décadas y que en los últimos años ha alcanzado relaciones respecto al PIB en torno a 1,5%, constituye una fuente permanente de inyección de liquidez, que limita la independencia de la Institución para aplicar los instrumentos de control, necesarios para la corrección de desequilibrios monetarios. En cuanto al problema de las finanzas públicas, en un escenario de déficit fiscal se generan presiones sobre las tasas de interés, al tiempo que aumenta el costo de la gestión monetaria. En ausencia de medidas para contrarrestar el efecto expansivo del déficit, los excesos de liquidez podrían generar presiones sobre la demanda interna, y traducirse en un incremento en las importaciones (desestabiliza la cuenta corriente de la balanza de pagos) o bien en presiones inflacionarias. En este sentido, la disciplina fiscal es importante para evitar que el peso de la estabilización recaiga sobre la política monetaria y también que las soluciones fiscales sean sostenibles en el mediano plazo, ya que excesos en el gasto público presionan la demanda interna, con las consecuencias antes señaladas.

Partiendo del mayor dinamismo de la actividad económica previsto para el 2006, de las perspectivas para la economía mundial, y de un mayor déficit para el sector público en ese año, el Banco Central mantiene su compromiso con el objetivo de reducir el crecimiento de los precios internos, de manera que al término del 2007 la tasa de inflación se ubique en torno al 10% y, más adelante, en el tanto se resuelvan las limitaciones de la política monetaria (trinidad imposible, déficit fiscal y pérdidas de la Institución), poder aspirar a una tasa de inflación que converja hacia la de nuestros principales socios comerciales.

En relación con las perspectivas para los siguientes dieciocho meses cabe destacar lo siguiente:

a) Los analistas internacionales apuntan que el entorno externo estaría caracterizado por un crecimiento económico mundial en torno al 4,9% en el 2006, 0,6 p.p. por encima de lo proyectado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en setiembre del 2005. Además, pese a una leve disminución en el consumo mundial, la Agencia Internacional de Energía anticipa una inversión en extracción de crudo y en refinerías inferior a lo deseable, razón por la cual el FMI proyecta un aumento en el precio medio del crudo cercano al 15% en este año.

Cuadro 2

PIB e Inflación Principales Socios Comerciales de Costa Rica
Variación porcentual

	2005	2006	2007	2005	2006	2007
	Crecimiento del PIB			*Inflación IPC*		
Estados Unidos	3,5	3,4	3,3	3,4	3,2	2,5
Socios Europeos	1,3	2,0	2,0	1,9	2,1	2,1
Centroamérica	3,4	3,9	4,0	7,6	6,4	4,7
América	4,6	4,1	3,4	5,9	5,3	4,3
Japón	2,7	2,8	2,1	-0,3	0,3	0,6
Total Socios	3,2	3,2	3,1	3,8	3,4	2,9
Total Mundial	**4,8**	**4,9**	**4,7**	**3,8**	**3,8**	**3,5**

Fuente: Elaboración propia con base en datos del World Economic Outlook, abril 2006.

b) En el campo interno, se estima que el déficit del SPGR se ubique en un nivel equivalente a 2,8% del producto, porcentaje superior al del 2005 (2,3%). Específicamente para el Gobierno Central, a pesar de que las autoridades fiscales indican que mantendrán una política fiscal austera, no ven factible alcanzar en el 2006 un resultado financiero similar al registrado un año atrás, pues consideran difícil intensificar la política restrictiva en materia de transferencias e inversión pública aplicada básicamente en los dos últimos años. Por su parte, las principales instituciones públicas tienen previsto un superávit inferior que el registrado en el 2005, dada la magnitud de las inversiones programadas en equipo, maquinaria e infraestructura.

Los pronósticos del crecimiento económico para el 2006 apuntan a un 6,8%, más alto que lo contemplado en el Programa Monetario de inicios de año (3,6%) y que señala la posible permanencia de una brecha con respecto al producto potencial, que en promedio se estima alcanzaría 0,8 p.p. en el 2006.

El incremento en la demanda interna por encima del crecimiento esperado del ingreso disponible (4,3%) llevaría a un deterioro en la relación de la cuenta corriente de la balanza de pagos con respecto al PIB (de 4,8% en el 2005 a 5% en el 2006). Al respecto se tiene que:

- El déficit en la cuenta comercial de bienes se espera disminuya en 1,2% del PIB, comportamiento explicado por el buen desempeño de las ventas externas, tanto de mercancías generales como de regímenes especiales. En el primer grupo de productos sobresale la recuperación esperada en las ventas de banano, y los mayores envíos de productos agropecuarios e industriales. Por su parte, la Industria de Alta Tecnología y el resto de empresas ubicadas en las zonas francas también registrarían un mayor dinamismo.

- El incremento de cerca de $12 en el precio medio del cóctel de hidrocarburos[25] y de 6,5% en la cantidad de barriles importados, así como del resto de importaciones de mercancías generales, compensarán en parte el auge de las exportaciones.

[25] El precio del coctel de hidrocarburos se estima registre un crecimiento medio de 19,1%, más alto que el contemplado en el Programa original (14,6%), no obstante es menor que el observado en el 2005 (40%).

- El aporte neto de la cuenta de servicios se mantendrá similar al del 2005, en un contexto en el cual la actividad turística se estima crezca a una tasa menor que la del 2005. No obstante, los egresos por la renta neta de la inversión aumentará en 1,6 p.p. del PIB, sobretodo por mayores utilidades no distribuidas por cuenta de las empresas extranjeras radicadas en el país.

- Pese al mayor déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el influjo de recursos externos será suficiente para financiarlo y de esta forma, mantener el saldo de RIN en poder del Banco Central en un nivel similar al del año previo.

En el 2007, el déficit en cuenta corriente se estima disminuya a un 4,8% del PIB, en un contexto en el cual el Banco Central mantendría una política monetaria restrictiva y el aporte de las exportaciones de bienes y servicios registraría una tendencia creciente. No obstante, se prevé un precio medio del cóctel en torno a los $76 por barril y un aumento en la cantidad importada de hidrocarburos consistente con una mayor flota vehicular y una mayor actividad económica. Los flujos netos de capital procedentes del exterior, permitirían financiar el exceso de gasto de la economía y mantener el saldo de RIN en un nivel similar al de 2006.

Para alcanzar el objetivo de reducir la tasa de crecimiento de los precios internos a no más del 10 % al término del 2007, el BCCR continuará realizando esfuerzos para mejorar el mecanismo de transmisión de su política monetaria[26] y en general la eficiencia de los instrumentos de control monetario. Como se comentó en el recuadro 1, ya se avanzó en el establecimiento de la plataforma tecnológica para la apertura de la denominada "ventanilla electrónica", razón por la cual se espera que en los próximos meses esta facilidad sea ofrecida al público.

Es de prever que la puesta en marcha de este mecanismo mejore el canal de transmisión de la política monetaria por la vía de tasa de interés, promueva una mayor competencia por el ahorro en el mercado financiero costarricense e incremente el rendimiento real que recibe el ahorrante por sus recursos.

En general, las mejoras que pretende introducir en sus mecanismos de captación buscan incrementar la eficacia de la absorción monetaria, sin que el BCCR requiera aplicar aumentos importantes en las tasas de interés de sus instrumentos, que incentiven entradas no previstas de capital externo. De esta manera las acciones del Banco Central deberían tener mayor incidencia sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos, en detrimento del consumo presente y, en consecuencia reducir las presiones inflacionarias en la economía.

[26] La tasa de interés del Banco Central ha perdido su poder informativo, en el tanto la señal de política que procura enviar por medio de ella no se transmite de una manera eficiente y eficaz hacia el resto de tasas de interés del sistema financiero, reduciendo así su capacidad para incidir en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos. La tasa de interés es considerada uno de los mecanismos de transmisión más importantes mediante el cual la política monetaria puede afectar las variables del sector real de la economía.

En materia cambiaria, por el momento el Banco Central seguirá con el esquema de ajuste diario en el tipo de cambio del colón con respecto al dólar estadounidense (mini-devaluaciones). No obstante, ya han habido avances importantes en el campo normativo[27]y tecnológico (sustitución de MONED por MONEX), con el fin de contar con la plataforma necesaria para que el BCCR y el mercado puedan operar bajo un esquema de bandas cambiarias, esquema que se espera introducir en los próximos meses. En todo caso, cuando esto ocurra el BCCR procederá a realizar los cambios correspondientes en su programa monetario.

Cabe indicar que el Banco Central considera viable la desaceleración de la inflación doméstica en los próximos dieciocho meses por cuanto:

a) Las expectativas inflacionarias[28] reflejan una desaceleración gradual de los precios internos conforme se amplía el período de proyección. Al respecto es necesario tener presente que las expectativas inflacionarias constituyen un elemento importante para la ejecución de la política monetaria, pues pueden afectar de manera sustancial la determinación de la tasa de inflación que finalmente se observe en la economía.

b) El BCCR continuará dirigiendo sus esfuerzos a mejorar la efectividad de sus instrumentos de control monetario y procurará neutralizar los excesos de liquidez observados en el primer semestre del año así como los que se presenten en el período.

c) En materia cambiaria mantiene la pauta diaria de variación del tipo de cambio en ¢0,13.

A continuación se presentan las proyecciones de los principales resultados macroeconómicos para lo que resta del 2006 y el 2007.

[27] El nuevo Reglamento para las Operaciones Cambiarias entrará en funcionamiento en los primeros meses del segundo semestre del año y, en los próximos días se enviará en consulta al medio financiero un reglamento que norme las transacciones a futuro en moneda extranjera.

[28] Las referencias son la Encuesta Trimestral de Perspectivas Económicas y la Encuesta Mensual de Expectativas Inflacionarias, ambas realizadas por el BCCR.

Cuadro 3

PROYECCIONES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2005	Programa 2006		Prog. Rev.
	Prelim.	Original	Revisión	2007
1. Variables Macroeconómicas				
a. Producción				
PIB				
Real	5,9%	3,6%	6,8%	4,7%
Nominal	17,7%	14,4%	16,9%	15,5%
Deflator implícito	11,1%	10,4%	9,4%	10,3%
b. Balanza de Pagos				
Cuenta corriente (%PIB)	-4,8%	-4,6%	-5,0%	-4,8%
Cuenta comercial (%PIB)	-13,6%	-11,1%	-12,4%	-11,7%
Renta (%PIB)	-1,1%	-3,5%	-2,7%	-3,1%
Cambio RIN de BCCR	394	100	(0)	(0)
Cuenta de Capital y financiera (mill $)	1.352	1.077	1.086	1.130
Sector Público	(49)	21	(8)	(47)
Sector Privado	1.401	1.056	1.094	1.178
Del cual IED	861	662	1.051	967
c. Sector Público Global Reducido (% PIB)				
Déficit combinado	2,3%	3,4%	2,8%	2,5%
Gobierno	2,1%	2,5%	2,4%	2,4%
Resto SPNF (superávit)	-1,2%	-0,4%	-0,8%	-0,8%
BCCR	1,4%	1,4%	1,2%	1,0%
2. Objetivo				
Inflación				
Medida con IPC (tasa anual dic-dic)	14,1%	11,0%	11,0%	10,0%
Medida con ISI (tasa anual dic-dic)	14,6%	11,0%	11,0%	10,0%
3. Instrumentos y variables monetarias				
Agregados Monetarios (variación % anual)				
Emisión	19,6%	12,1%	15,4%	12,7%
Medio Circulante	23,9%	14,8%	16,7%	16,3%
Liquidez total 2/	16,1%	13,3%	15,3%	15,4%
Riqueza financiera privada 2/	19,6%	15,0%	14,7%	14,7%
Crédito sector privado (variación % anual) 2/	23,6%	15,7%	15,7%	16,3%

1/ Considera una pauta de devaluación de 13 céntimos diarios en el 2006 y de 12,5 céntimos diarios en el 2007.
2/ Excluye el efecto cambiario.

Factores de riesgo

Si bien una política monetaria restrictiva es un elemento indispensable en la lucha contra la inflación, no siempre resulta suficiente para lograr el resultado deseado en los plazos previstos, ante choques internos o externos. El BCCR identifica una serie de factores de riesgo, cuya ocurrencia o persistencia podría complicar el descenso de la inflación y, consecuentemente dar lugar a la aplicación de medidas correctivas en el campo monetario. Entre estos factores destacan:

a) Una apertura de la brecha entre las expectativas de inflación de los agentes económicos y el objetivo propuesto. Para alcanzar el objetivo inflacionario al menor costo posible, es necesario que esas expectativas converjan cuanto antes con el objetivo de inflación, y que esa convergencia se refleje en los diferentes contratos que se suscriban en la economía.

b) La economía podría enfrentar cambios importantes en las circunstancias, internas o externas, que conduzcan a una mayor volatilidad en el precio de los distintos bienes y servicios en el mercado local en el corto plazo. Ejemplos particulares son el comportamiento del precio internacional del barril de petróleo y, cambios abruptos en las condiciones climáticas que afecten el precio de los productos agrícolas.

El BCCR mantendrá una revisión permanente del presente programa a efectos de incorporar modificaciones significativas en cualquiera de los factores de riesgo antes apuntados. Además, modificará los elementos críticos del presente programa en respuesta a la definición de las acciones para sanear las finanzas públicas y, particularmente las del Banco Central.

La conjunción de una reforma fiscal y de la capitalización del BCCR se espera genere beneficios de mediano plazo, en el tanto inflaciones bajas no solo tienen un efecto positivo sobre el crecimiento de la economía, sino también, al afectar las tasas de interés a la baja, tienen un impacto positivo sobre la carga financiera del Gobierno. En el mediano plazo, esa menor carga financiera posibilitaría hacer una mejor gestión del gasto público, y permitiría destinar una mayor proporción de recursos a la atención de gastos de tipo social e infraestructura.