

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el **artículo 4** del acta de la **sesión 5411-2009**, celebrada el 21 de enero del 2009,

**dispuso, en firme:**

**aprobar el programa macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2009-2010**, en los términos consignados en el oficio DAE-017-2009, del 21 de enero del 2009, cuyo texto se copia a continuación:



*PROGRAMA MACROECONÓMICO*

*2009-10*

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

ENERO 2009

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministro de Hacienda

MSc. Guillermo Zúñiga Chaves

Vicepresidente

MAE Jorge Alfaro Alfaro

Directores

MEE José Eduardo Angulo Aguilar

Dr. Bernal Jiménez Chavarría

Lic. Rodrigo Oreamuno Blanco

*El inciso b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) establece el compromiso de la Institución de publicar el programa monetario y sus respectivas revisiones, con el fin de procurar la consecución del objetivo que le asigna su ley constitutiva.*

*En cumplimiento de lo anterior, se presenta un diagnóstico de la situación económica reciente así como las acciones que en materia monetaria y cambiaria pretende ejecutar el Banco Central en los próximos meses, bajo el entendido de que procederá a modificar dichas acciones en respuesta a los cambios introducidos en otros campos del quehacer económico. En este sentido, informará oportunamente al público de estas modificaciones cuando proceda y promoverá la transparencia en procura de lograr una adecuada formación de expectativas por parte de los agentes económicos.*

*Además, con esta publicación se atiende lo señalado en el inciso f) del artículo 14 de Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica que establece que la Institución publicará durante los meses de enero y julio un informe de la evolución de la economía en el semestre anterior.*

## CONTENIDO

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

21 de enero de 2009

DAE-017-2009

### PROGRAMA MACROECONÓMICO 2009-10

#### 1. Acciones de política del Banco Central de Costa Rica en el 2008

A inicios de 2008 el Banco Central de Costa Rica en su Programa Macroeconómico 2008-09<sup>1</sup> estableció como objetivo prioritario de su política que la inflación, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicara en el 2008 en un 8% y en el 2009 en un 6%, con una tolerancia en ambos casos de un punto porcentual (p.p.) hacia arriba y hacia abajo respecto de esos valores.

El escenario planteado en esa ocasión consideró entre otros elementos: i) una desaceleración del crecimiento mundial, particularmente de la economía estadounidense (aumentaría en torno a 1,6% en el 2008) y ii) incrementos en las cotizaciones internacionales de las principales materias primas (aunque en menor cuantía que lo observado en 2007), con un consecuente deterioro de los términos de intercambio de aproximadamente 0,5 p.p. en el año. Con base en estas consideraciones, en el campo interno se proyectó un incremento de la producción de 3,8% en términos reales y un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de un 6,3% del producto.

No obstante, el 2008 fue un año especialmente complicado para Costa Rica por cuanto algunos de los principales indicadores macroeconómicos registraron un deterioro significativo en comparación con lo observado en períodos previos, al tiempo que quedó de manifiesto la vulnerabilidad de la economía costarricense ante choques externos.

Entre esos eventos externos destacaron los siguientes: i) reducciones en las tasas de interés externas que promovieron a inicios de 2008 un importante ingreso de capital, lo que dificultó la ejecución de la política monetaria, ii) incrementos mayores a lo previsto en los precios internacionales de materias primas (granos y combustibles), particularmente en los primeros dos cuatrimestres del año y iii) una coyuntura caracterizada por la desaceleración económica y la turbulencia de los mercados financieros internacionales que, en los últimos meses de 2008, derivó en restricciones de liquidez, que obligaron a los bancos centrales de economías desarrolladas a establecer mecanismos para el suministro de recursos de corto plazo al sistema financiero. Precisamente estos elementos fueron considerados como factores de riesgo para el cumplimiento del objetivo planteado en el Programa Macroeconómico 2008-09 y condicionaron en buena medida el rumbo de la política monetaria y cambiaria en el 2008.

En efecto, la política monetaria y cambiaria del Banco Central de Costa Rica debió reaccionar, procurando contrarrestar esas tendencias externas adversas, y actuar de manera concordante con la estrategia de mediano plazo que busca la

---

<sup>1</sup> El Programa Macroeconómico 2008-09 fue aprobado por la Junta Directiva en artículo 9 del acta de la sesión 5364-2008 celebrada el 30 de enero de 2008.

convergencia gradual de la inflación doméstica hacia las tasas que muestran nuestros principales socios comerciales. En el 2008 fue posible identificar los siguientes tres episodios: i) elevados influjos de capital, ii) deterioro de términos de intercambio y menores entradas de capital y iii) restricción de liquidez a nivel global. Cada uno de estos eventos marcó la dirección de las acciones de política, tal como se comenta en los siguientes apartes.

a. Entorno de elevados influjos de capital

En el primer trimestre del año, al igual que aconteció en el 2007, la conducción de la política monetaria fue compleja dado el considerable flujo de recursos externos y la tensión que esto generó entre la consecución del objetivo inflacionario y la defensa del límite inferior de la banda cambiaria.

Lo anterior planteó un dilema a la política del Banco Central pues, con el propósito de reducir las presiones de demanda en el corto plazo debía incrementar la tasa de interés, pero requería disminuirla si la intención era reducir potenciales presiones en el mediano plazo. Esto último por cuanto debía evitar procesos de elevadas monetizaciones generadas por un ingreso de capitales inducido por el arbitraje de tasas de interés.

En este contexto y en procura de evitar entradas no deseadas de recursos, a finales de enero el Banco Central redujo en 275 puntos base (p.b.) su tasa de interés de política monetaria (tasa de interés bruta para las operaciones pasivas a un día plazo), de 6,00% a 3,25%. Un ajuste también a la baja fue aplicado en las tasas de interés del resto de instrumentos de captación del Banco.

Sin embargo, a lo largo de ese primer trimestre la evolución del precio de la divisa aunada a las expectativas de apreciación del colón y a la reducción en las tasas de interés externas, incentivó el proceso de arbitraje entre monedas y provocó mayores entradas de capital, que expandieron la liquidez en moneda nacional. Ello contribuyó a ampliar los desequilibrios monetarios existentes.

En efecto, la situación superavitaria del mercado cambiario llevó a que el tipo de cambio en el mercado mayorista (Mercado de Monedas Extranjeras –MONEX-) se ubicara en el límite inferior de la banda. En defensa de ese piso el BCCR intervino como comprador neto de divisas, lo que fue determinante en la acumulación de reservas internacionales netas de ese primer trimestre (alrededor de EUA\$777 millones). Con el fin de evitar que la liquidez creada en exceso se tradujera en mayores presiones sobre los precios internos o la posición externa del país, el BCCR procuró neutralizar ese efecto monetario expansivo con operaciones de mercado abierto, realizadas principalmente con depósitos en Central Directo. Al cierre del primer trimestre más de una tercera parte de las OMA estaba constituida en instrumentos de corto plazo.

Cuadro 1

Reservas internacionales netas (RIN) y Operaciones de Mercado Abierto (OMA)  
-saldos en millones-

	Dic-06	Dic-07	Mar-08	Dic-08
RIN (millones de EUA\$)	3.115	4.114	4.891	3.799
Saldo OMA (millones de ¢)	1.224.846	1.591.695	2.191.216	1.362.831
Central Directo (millones de ¢)	67.833	251.628	792.286	192.288
<i>Central Directo/OMA</i>	<i>5,5%</i>	<i>15,8%</i>	<i>36,2%</i>	<i>14,1%</i>

b. Deterioro de los términos de intercambio y de los influjos de capital

A partir del segundo trimestre de 2008 la economía costarricense nuevamente enfrentó choques externos: i) los precios

internacionales de materias primas (granos básicos y petróleo) subieron acentuadamente, presionando la inflación doméstica y deteriorando aún más los términos de intercambio<sup>2</sup> y ii) la desaceleración de la economía estadounidense empezó a manifestarse en una pérdida del dinamismo de la demanda externa. Unido a ello, las importaciones del país continuaron creciendo a un ritmo acelerado<sup>3</sup> y los agentes económicos mostraron un cambio en la expectativa de variación del tipo de cambio (de apreciación a depreciación del colón)<sup>4</sup>.

Estos eventos implicaron una menor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario costarricense, pero fue hasta en el mes de mayo cuando se manifestaron en incrementos sostenidos del tipo de cambio.

En ese momento y aún cuando el Banco reconoció el efecto que los eventos anteriores tenían sobre el comportamiento del precio de la divisa, consideró que los ajustes abruptos observados introducían una elevada volatilidad, por lo que con el fin de contener las presiones excesivas sobre este macroprecio, para satisfacer la cantidad demandada por el mercado utilizó una parte de los excedentes de reservas monetarias internacionales acumuladas en los meses previos<sup>5</sup>. Esta medida, además de estabilizar el tipo de cambio, tuvo un efecto monetario contractivo que contribuyó en la tarea del control monetario, pero fue insuficiente para contrarrestar los efectos rezagados del incremento en el precio de las materias primas sobre la inflación doméstica.

La dinámica del mercado cambiario provocó que el tipo de cambio se “despegara” del límite inferior de la banda cambiaria, situación que abrió espacios al Banco Central para utilizar la tasa de interés como instrumento de política monetaria en defensa de su meta de inflación. Con ello buscó que las variaciones en la tasa de interés de referencia se transmitieran con mayor efectividad a la curva de rendimientos del sistema financiero y pudieran incidir en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos. Particularmente, a partir del 29 de mayo de 2008 el Banco Central tomó varias medidas en materia de tasas de interés.

- i. Modificó la definición de la Tasa de Interés de Política Monetaria (TPM) de modo que ésta fuera equivalente a la tasa de interés que cobra el Banco en sus operaciones activas (préstamos) a un día plazo en el Mercado Interbancario de Dinero. En el tanto se lograran reducir los excesos de liquidez presentes en la economía, los intermediarios bancarios podrían requerir de facilidades de crédito por parte del BCCR, por lo que la TPM reflejaría el costo marginal de los fondos y podría facilitar el proceso de transmisión de ese indicador hacia el resto de tasas de interés del sistema financiero. En esta ocasión la TPM fue establecida en 7%<sup>6</sup>. Posteriormente, ésta fue ajustada en tres oportunidades, cada una en 100 p.b., hasta ubicarla en 10% a partir del 7 de agosto.
- ii. Incrementó en 100 p.b. la tasa de interés bruta de los depósitos a un día plazo (de 3,25% a 4,25%) así como las tasas de interés de los Depósitos Electrónicos a Plazo en Central Directo (DEP), para inducir un desplazamiento de la curva de rendimiento de sus instrumentos e incentivar el traslado gradual de recursos mantenidos en operaciones de muy corto plazo hacia opciones de mayor plazo. Con este mismo propósito el Banco Central aplicó ajustes posteriores en la estructura de tasas de interés del resto de instrumentos de captación.

Pese al mayor espacio que abrió el comportamiento del mercado de cambios a la política monetaria, en la revisión del

<sup>2</sup> Los términos de intercambio se deterioraron en poco más 3 p.p. entre el I y el II trimestre de 2008.

<sup>3</sup> La tasa media de crecimiento anual de las importaciones totales en junio y diciembre de 2007 fue de 8,3% y 12,3%, en ese orden, en tanto que en junio de 2008 dicho indicador alcanzó un 28,2%.

<sup>4</sup> De acuerdo con los resultados de la Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación de tipo de cambio del BCCR, el cambio se observó a partir de mayo (se toma como referencia los horizontes de 3 y 6 meses). Las expectativas de depreciación del colón se acentuaron de manera importante a partir de agosto.

<sup>5</sup> En mayo y junio la intervención fue de EUA\$663 millones. Cubrió el requerimiento del Sector Público no Bancario por EUA\$416 millones e inyectó discrecionalmente EUA\$247 millones en MONEX.

<sup>6</sup> Anteriormente la TPM era la tasa para depósitos a un día plazo. La tasa para operaciones activas se definía como la TPM más 3 p.p., por lo que previo a la medida la tasa para estas operaciones era de 6,0%.

Programa Macroeconómico<sup>7</sup> el Banco Central señaló que era difícil alcanzar el objetivo inflacionario de 2008 y que su mejor estimación de inflación para cierre de año rondaría el 14,2%. Los principales elementos que sustentaron la estimación fueron: i) la magnitud y persistencia de los choques externos observados hasta ese momento eran mayores a lo previsto, ii) la inercia inflacionaria es determinante en la evolución de la inflación doméstica, particularmente en la fijación de tarifas de servicios regulados, iii) las expectativas inflacionarias eran crecientes y superiores al objetivo inflacionario y iv) los espacios para utilizar política monetaria con fines de estabilización se presentaron a partir del segundo cuatrimestre, por lo que es de esperar que su efecto se materialice hasta en el 2009, dado el rezago implícito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

También en julio y luego de algunas semanas de estabilidad en el mercado cambiario nuevamente surgieron presiones alcistas manifiestas en incrementos súbitos en el precio de la divisa. El tipo de cambio de referencia de venta pasó de ¢522,73 a ¢556,27 entre el 9 y el 17 de julio de 2008 (6,4% entre ambas fechas).

En ese momento el Banco Central consideró que si bien continuaban las presiones alcistas en el tipo de cambio motivadas por el deterioro antes comentado de algunos de los fundamentales de este macroprecio, las expectativas de una mayor depreciación unidas a la inyección de liquidez por vencimientos no renovados de títulos públicos, pudieron exacerbar ese comportamiento. Además, estimó que los parámetros de la banda cambiaria vigentes permitían una variabilidad mayor a la esperada, razón por la cual éstos fueron modificados. A partir del 16 de julio estableció el tipo de cambio de intervención de compra en ¢500 por dólar estadounidense y el precio de intervención de venta en ¢555,37; en el primero de los casos decidió mantenerlo constante, en tanto que para el precio de intervención de venta mantuvo el ajuste en ¢0,06 cada día hábil.

Posterior a esa medida el tipo de cambio ha tendido a ubicarse alrededor del nuevo límite superior de la banda; no obstante por episodios cortos ha presentado fluctuaciones importantes, particularmente en noviembre y diciembre cuando registró reducciones de hasta un 4,6% en unos pocos días. Este comportamiento reflejó, por un lado, una menor demanda por divisas, en especial para el pago de la factura petrolera (en respuesta a la reducción observada en el precio del crudo en el último trimestre del año) y, por otro, una mayor oferta de divisas como consecuencia, en buena medida, de factores estacionales asociados con la liquidación de ingresos de turismo y “adelantos de café” y el mayor requerimiento de moneda nacional para el pago de aguinaldos e impuestos por parte del sector empresarial.

#### c. Restricción de liquidez mundial en el último trimestre del año

Los últimos meses de 2008 se caracterizaron por el agravamiento de la crisis financiera en los Estados Unidos, con una importante restricción de liquidez y una rápida difusión de sus efectos a nivel internacional. Ello deterioró los pronósticos de crecimiento para 2009, particularmente para las economías desarrolladas. El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyectó que el crecimiento mundial pasará de 3,7% en 2008 a 2,2% en 2009<sup>8</sup>, con economías desarrolladas en recesión o muy cercanas a enfrentarla. Lo anterior principalmente en razón de los efectos de la crisis financiera que enfrentan y la pérdida de confianza por parte de los agentes económicos. Esto llevó a algunos bancos centrales a adoptar medidas que pretenden reducir o en el mejor de los casos revertir los efectos de la crisis financiera (un mayor detalle en el recuadro 1).

<sup>7</sup> Aprobada mediante artículo 17 del acta de la sesión 5387-2008 celebrada en el mes de julio.

<sup>8</sup> Según informe “Perspectivas de la Economía Mundial”, revisión del 6 de noviembre, 2008.

Costa Rica no fue la excepción y de manera preventiva en noviembre el Banco Central puso a disposición del sistema financiero local mecanismos de corto plazo que les permitiría afrontar una eventual falta de recursos ante los posibles efectos que la restricción de liquidez a nivel mundial podría tener sobre el mercado doméstico. Con ello buscó mantener la estabilidad del sistema financiero costarricense y el normal funcionamiento del sistema de pagos. Las medidas fueron las siguientes:

- Aprobó el “Reglamento sobre operaciones especiales para enfrentar requerimientos extraordinarios de liquidez”, mediante el cual el BCCR habilitó una línea de crédito especial en moneda nacional para intermediarios financieros.
- Autorizó a la Administración del Banco para que durante un período máximo de tres meses contados a partir de la aprobación de la medida pudiera realizar subastas de compra de títulos hasta por ₡100.000 millones.
- Amplió la cobertura de entidades con las cuales el BCCR puede realizar operaciones de reporto u otras similares, a todas aquellas sujetas a supervisión de las superintendencias adscritas al BCCR.

Asimismo, con el fin de evitar problemas de liquidez en moneda extranjera, el Banco Central en conjunto con el Ministerio de Hacienda han venido gestionando la contratación de créditos contingentes con organismos financieros internacionales. Particularmente en diciembre el Banco Interamericano de Desarrollo aprobó un crédito contingente para el Banco Central por EUA\$500 millones. El propósito de esta operación es financiar el “Programa de liquidez para la sostenibilidad del crecimiento de Costa Rica”<sup>9</sup>; está pendiente de aprobación por parte de la Asamblea Legislativa.

#### Recuadro 1: Algunas consideraciones sobre el entorno internacional

Dados los pronósticos sobre el desempeño de la actividad económica mundial y en particular de las economías desarrolladas, las autoridades monetarias de distintos países han aplicado medidas que pretenden amortiguar o en el mejor de los casos revertir los efectos de la actual crisis, con el fin impulsar la demanda y la credibilidad en la economía<sup>10</sup>. Estas iniciativas corresponden a programas para la compra de activos bancarios en problemas así como al uso de fondos públicos para recapitalizar bancos. Además, destacan los esfuerzos conjuntos e individuales de algunos bancos centrales<sup>11</sup> por bajar sus tasas de política monetaria, como señal de que su prioridad en la actual coyuntura está centrada en el crecimiento económico y en brindar liquidez a los mercados.

En lo que respecta al comportamiento de las presiones inflacionarias consideran los analistas que se dará una disminución a nivel mundial fundamentada en el debilitamiento de la demanda, que ha deprimido el comportamiento del precio de materias primas (particularmente del petróleo)<sup>12</sup>. El FMI pronostica que la inflación en las economías desarrolladas pasará de 3,6% en el 2008 a 1,4% en el 2009 y para los países emergentes y en desarrollo de 9,2% a 7,1%.

En los mercados de divisas cabe destacar que las principales monedas de América Latina continuaron depreciándose en relación con el dólar estadounidense, debido a la incertidumbre sobre la estabilidad de la economía de Estados Unidos. El requerimiento de moneda extranjera y el temor de que aumente la salida de capitales ante una mayor percepción de riesgo propiciaron una desvalorización regional de las monedas.

<sup>9</sup> Este programa pretende suplir la falta de recursos que pueda enfrentar el sistema financiero local para financiar la actividad exportadora de empresas costarricenses, ante un eventual cierre de líneas de crédito de corresponsales como consecuencia de la crisis financiera internacional.

<sup>10</sup> Sobresale el plan de rescate financiero estadounidense por medio de una ley que autorizó al Tesoro a destinar 700 mil millones de dólares para la compra de activos bancarios, especialmente títulos respaldados por hipotecas.

<sup>11</sup> Por ejemplo la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo y los bancos centrales de Inglaterra, Suecia, Suiza y Canadá.

<sup>12</sup> El precio del petróleo mostró un comportamiento a la baja desde octubre. Tomando como referencia el precio del barril de crudo WTI éste pasó en promedio de EUA\$134 en julio a EUA\$42 en diciembre.

Según el resumen de *"Perspectivas de la Economía Mundial"*, del World Economic Outlook del FMI (octubre, 2008), las prioridades de las autoridades de política macroeconómica varían considerablemente entre las economías emergentes y en desarrollo, en el marco de los esfuerzos por encontrar un equilibrio entre crecimiento e inflación:

- *En un número cada vez mayor de economías, la principal preocupación es la desaceleración de la actividad económica, a medida que se deterioran las condiciones externas y la inflación comienza a moderarse. Este cambio justificaría frenar el ciclo de contracción monetaria, especialmente en países donde los efectos de segunda ronda en la inflación derivados del comportamiento de los precios de las materias primas han sido limitados, y consideran convendría adoptar una política más expansiva si el panorama sigue en deterioro. Ante salidas repentinas de capital estiman que los países deberán responder rápidamente para garantizar la liquidez adecuada, utilizando al mismo tiempo el tipo de cambio para absorber parte de la presión. Además, deberían redoblar los esfuerzos por mejorar la capacidad para prevenir, gestionar y resolver las tensiones financieras.*
- *En otros países las presiones inflacionarias siguen siendo motivo de preocupación por el impacto inercial de los elevados incrementos del precio de alimentos, el crecimiento sostenido, las mayores restricciones de la oferta y la indexación de los salarios. Aunque la reciente moderación de los precios internacionales de las materias primas podría reducir parte de la presión, se pone en peligro los avances logrados en los últimos años en materia de inflación. Si se deteriora la credibilidad, restablecerla será un proceso costoso y prolongado. Consideran que quizá en estos países sea necesario una política monetaria restrictiva y que la adopción de regímenes cambiarios más flexibles ayudaría a contener las presiones inflacionarias pues habría mayor margen de maniobra para un ajuste monetario ante las salidas de capital.*
- *Con respecto a la política fiscal, estiman que los estabilizadores automáticos contribuyen eficazmente a proteger la actividad frente a los choques y debería dejarles operar siempre que las trayectorias del ajuste sean compatibles con el crecimiento económico de largo plazo. El estímulo fiscal discrecional puede proporcionar respaldo al crecimiento si se materializan los riesgos a la baja, siempre que este estímulo se preste de forma oportuna, esté bien focalizado y no socave la sostenibilidad fiscal.*

d. Otras medidas de política

Adicionalmente en el período en comentario y coherente con un marco de política de mediano y largo plazo, fueron aplicadas medidas tendientes a facilitar el proceso de transición hacia un esquema de Metas de Inflación. Entre las medidas adoptadas por el Banco Central destacan las siguientes:

i. En materia cambiaria:

- Aprobó una modificación al Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios, con el fin de ampliar el número de posibles participantes y de productos ofrecidos<sup>13</sup>.
- Amplió la variación diaria permitida en la posición propia en divisas que deben mantener los intermediarios cambiarios, de un  $\pm 3\%$  a un  $\pm 4\%$  de su patrimonio total expresado en dólares<sup>14</sup>. Con esta medida, los intermediarios tienen mayor flexibilidad para participar en el mercado de divisas y realizar una mejor gestión

<sup>13</sup> Esta normativa está vigente desde finales de 2006 y se emitió al amparo de las facultades que le otorga el artículo 90 de la Ley 7558. Con este reglamento se buscó dotar al sector financiero y bursátil de una regulación que posibilite el surgimiento de un mercado de derivados cambiarios y permita cubrirse del riesgo que podría presentarse por variaciones inesperadas en el tipo de cambio en el proceso de flexibilización del régimen cambiario.

<sup>14</sup> Las variaciones permitidas a las casas de cambio son aplicables sobre el monto expresado en dólares que resulte mayor entre el patrimonio total más reciente informado por la SUGEF al BCCR y la garantía rendida ante el BCCR.

del riesgo cambiario, al poder acumular o desacumular una mayor cantidad de divisas, acorde con el objetivo de reducir la participación del BCCR en este mercado y otorgar más grados de libertad a la política monetaria.

- Autorizó la apertura del servicio MONEX-Central Directo lo cual permitirá aumentar la cantidad de participantes en el mercado mayorista de divisas (personas físicas y jurídicas con requerimientos propios de divisas y que no son intermediarios cambiarios). Este servicio inició en enero de 2009 y busca favorecer la competencia y la formación de precios<sup>15</sup>.

ii. En materia monetaria y en procura de mejorar el control de la liquidez:

- Aprobó las Políticas Generales para la Administración de Pasivos. La normativa pretende separar la gestión de los pasivos del BCCR en tres segmentos: i) el tramo de afinamiento de la política monetaria, constituido por obligaciones u operaciones activas de corto plazo dirigidas a establecer las condiciones necesarias en los mercados de negociación de dinero, para que las señales de política monetaria se transmitan al mercado financiero de forma eficiente, ii) el tramo intermedio para absorber las variaciones temporales en los pasivos con costo y iii) el tramo de mediano y largo plazo, compuesto por obligaciones contraídas con la finalidad de compensar el efecto monetario generado por fuentes estructurales de liquidez, como el déficit del BCCR y la acumulación de reservas internacionales.
- Estableció un límite máximo de ¢5.000 millones para el saldo que cada intermediario financiero puede mantener colocado en depósitos en Central Directo a 30 días o menos. Asimismo, de manera transitoria modificó el calendario de subastas de los Bonos de Estabilización Monetaria, para contar con mayor número de eventos, ofrecer títulos de mediano y largo plazo, y propiciar el traslado de recursos a instrumentos de mayor plazo.
- Envío en consulta al medio financiero dos modificaciones a las Regulaciones de Política Monetaria:
  - La primera busca que el control diario del encaje mínimo legal se realice sobre la base de un 100% del requerimiento de encaje de dos quincenas previas, en lugar del 90% aplicado en la actualidad<sup>16</sup>. Al eliminar una fuente de incertidumbre en el cálculo del requisito de encaje, la medida permitiría una mayor precisión en la gestión de las tesorerías de los intermediarios financieros. Desde la perspectiva del Banco Central, la disposición mejoraría las estimaciones de intervención diaria de la Institución en el mercado de liquidez.
  - La segunda busca mejorar el control monetario exigiendo a los intermediarios financieros que están exentos del encaje mínimo legal que mantengan el 100% de la reserva de liquidez en instrumentos financieros emitidos por el Banco Central.

## 2. Evolución reciente de la inflación

Los distintos indicadores de inflación en el 2008 continuaron la tendencia creciente observada desde el segundo semestre de 2007. La inflación general, medida con la variación del IPC, acumuló un 13,9% al cierre de 2008, 3,1 p.p. superior al dato del año previo y ligeramente inferior al pronóstico dado en la revisión de medio período del Programa Macroeconómico (14,2%). Por su parte la inflación de mediano y largo plazo, aproximada con la variación del Índice

<sup>15</sup> Están a disposición 500 cupos que se asignarán mediante subasta.

<sup>16</sup> El desfase actual es de cinco días naturales sobre el requerimiento de encaje de la quincena previa.

Subyacente de Inflación (ISI), alcanzó un crecimiento acumulado de 14,0% a diciembre, mayor a la de 2007 (8,7%).

Cuadro 2

Índice de Precios al Consumidor e Índice Subyacente de Inflación  
-tasa interanual de variación según componente-

	Dic-07	Jun-08	Dic-08
IPC	10,8	12,8	13,9
Transables	7,2	8,9	9,0
No transables	13,2	15,4	17,0
Regulados	11,1	14,3	11,7
No regulados	10,7	12,5	14,4
ISI	8,7	11,4	14,0

La aceleración de la inflación no fue un fenómeno exclusivo de Costa Rica. En el 2008 las economías de América Latina en general presentaron una mayor presión inflacionaria que en 2007<sup>17</sup>. Sin embargo es importante mencionar que esa presión disminuyó en el último trimestre del año debido principalmente al efecto de la reducción del precio del petróleo.

La inflación doméstica reflejó, entre otros elementos el dinamismo de la demanda interna particularmente en la primera mitad del año, la dificultad para anclar las expectativas inflacionarias en torno al objetivo de inflación, la incorporación en la estructura de costos del alza en las cotizaciones de las materias primas importadas<sup>18</sup>, el componente inercial del ajuste en las tarifas de servicios regulados, el menor efecto traspaso del tipo de cambio a precios y factores climáticos que redujeron la oferta de algunos productos agrícolas, especialmente en el último trimestre del año.

La presión de demanda interna se manifestó con mayor fuerza en el primer semestre del 2008, cuando se estima que el gasto de consumo privado creció en torno al 5,5% y la formación bruta de capital fijo en 21,7%. El comportamiento del gasto interno en ese lapso fue posible por la mayor disponibilidad de crédito y el desestímulo al ahorro financiero dada la existencia de tasas de interés reales negativas. Para la segunda parte del año se estima que por esta vía se habría dado una menor presión sobre los precios, habiendo incidido la desaceleración del ingreso real disponible de las familias y el encarecimiento de las fuentes de financiamiento.

Por su parte, la expectativa media de inflación a doce meses<sup>19</sup> se aceleró desde diciembre de 2007, reflejando en buena medida la magnitud y persistencia de los choques externos (transmitidos hacia la estructura de costos domésticos)<sup>20</sup> y la dificultad de la Autoridad Monetaria para anclar las expectativas inflacionarias a la meta de inflación.

Al efecto del choque externo se unió el impacto del incremento en el precio de productos agrícolas, como consecuencia de condiciones climáticas desfavorables del último trimestre del año que redujeron la oferta de productos. Así, el subgrupo de alimentos en la canasta del IPC registró un crecimiento acumulado de 23,7% (22,0% en 2007), por encima de la inflación general (13,9%) y explicó alrededor de una tercera parte del resultado anual de inflación.

Por su parte, la tendencia creciente en la cotización del petróleo (que alcanzó el nivel máximo en julio, cuando el WTI se cotizó en EUA\$145 por barril) afectó directamente el precio de los combustibles en el mercado doméstico y por consiguiente elevó el precio del transporte y de los demás rubros asociados con el uso de hidrocarburos. La contribución del grupo transporte a la inflación observada pasó de explicar un 26% de la inflación acumulada a

<sup>17</sup> Bolivia 11,9% (11,7%); Brasil 5,9% (4,5%); Chile 7,1% (7,8%); Colombia 7,7% (5,7%); Ecuador 8,8% (3,3%); El Salvador 5,5% (4,9%); Guatemala 9,4% (8,8%); México 6,5% (3,8%); Perú 6,6% (3,9%); Venezuela 30,9% (22,5%), la primera cifra se refiere a la inflación anual de 2008 y la segunda a la del 2007. Según información tomada de las páginas de bancos centrales o institutos de estadística de esos países.

<sup>18</sup> Aún reflejan el incremento en el precio de las materias primas del primer semestre de 2008.

<sup>19</sup> Según la Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio del Banco Central.

<sup>20</sup> En la primera mitad de 2008 continuó el aumento sostenido en el precio internacional de granos básicos y combustible observado desde el segundo semestre de 2007, en particular del trigo, maíz amarillo, soya y arroz, afectando directamente el precio local de los alimentos.

setiembre a un 12% en diciembre. Ello reflejó el efecto que sobre la inflación local tuvo la reducción en el precio internacional del crudo, efecto concentrado principalmente en noviembre y diciembre.

La inflación también puso de manifiesto el elevado grado de indexación de la economía, observado entre otros en el ajuste de los salarios mínimos del sector privado (en torno al 13,2% en 2008), así como de las tarifas de servicios regulados, en especial el servicio de agua y electricidad. Estas tarifas aumentaron en 47,7% y 20%, en ese orden y su contribución al resultado anual de la inflación fue de 0,5 y 0,7 p.p. respectivamente.

Es importante mencionar que algunas economías de América Latina presentaron en el lapso setiembre-diciembre una tendencia a la desaceleración de la inflación, manifestación en parte de un traslado rápido a los precios internos de la reducción de las cotizaciones de granos y petróleo en el mercado internacional<sup>21</sup>.

Contrario a lo observado en esas economías, en Costa Rica los precios reaccionaron más lentamente. Ello podría reflejar, entre otros, la incorporación de la inflación de períodos previos en la determinación de algunos precios (alquileres y educación, por ejemplo), la existencia de mercados poco competitivos, así como el uso de mecanismos de fijación que deben cumplir con un conjunto de trámites administrativos antes de su publicación (servicios regulados). Todos estos elementos introducen un grado importante de persistencia inflacionaria en la economía doméstica que no permite un proceso de desinflación más rápido, incluso en presencia de reducciones importantes en el precio de materias primas importadas y de una menor presión por la vía de la demanda interna.

#### a. Oferta y demanda agregadas

La economía costarricense en el 2008 inició un proceso de ajuste como resultado de la incidencia de la crisis financiera internacional así como de las condiciones internas prevalecientes. Los efectos de la turbulencia en los mercados financieros externos quedaron de manifiesto en los componentes del sector real de la balanza de pagos (principalmente, bienes, renta y transferencias corrientes) y en el acceso de la economía costarricense al financiamiento de no residentes; con excepción de la inversión extranjera directa que mantuvo el dinamismo y constituyó, como ha sido tradicional, el principal mecanismo de financiamiento del déficit en la cuenta corriente del país.

El elevado nivel de gasto interno, en especial en el primer semestre del año, unido a un comportamiento más moderado de algunos canales de financiamiento externo a partir de mayo, disminuyeron las reservas internacionales netas del Banco Central. Esta situación bajó el ritmo de crecimiento de la liquidez en la economía y, en consecuencia, la disponibilidad de fondos prestables, que indujo a una moderación de la demanda interna. Además, el deterioro en las expectativas de los agentes económicos (productores y consumidores) contribuyó a reducir el crecimiento del gasto interno.

En este contexto el crecimiento económico, medido por la tasa interanual del producto interno bruto (PIB) a precios constantes, mostró una tendencia a la desaceleración (2,9% y 7,8% en el 2008 y el 2007, en ese orden). Este comportamiento también reflejó la tendencia de la economía a retornar a su tasa de crecimiento de largo plazo (4,6%) después de crecer en los tres años previos a un ritmo relativamente elevado (7,5% en promedio en el período 2005-07). Por rama de actividad económica, la desaceleración del PIB en el 2008 estuvo centrada en aquellas industrias productoras de bienes. Particularmente, las actividades agropecuaria y manufacturera se estima que registraron contracciones (2,3% y 4,3%, en ese orden) afectadas en buena medida por el deterioro de sus mercados de

<sup>21</sup> De los países centroamericanos, en Guatemala la desaceleración de la inflación se observó desde agosto, mientras que en El Salvador, Honduras y Nicaragua inició un mes después.

exportación, y en algunos casos por problemas climatológicos. El resto de actividades productivas experimentó un menor ritmo de crecimiento, en especial el comercio, los servicios de restaurantes, los de transporte (específicamente de carga) y la construcción. Esta última se estima creció en un 13% (22% en el período previo), tasa que todavía es elevada.

Desde la óptica del gasto, la pérdida de dinamismo de la actividad económica reflejó la reducción en términos reales de la demanda externa<sup>22</sup> (particularmente determinada por los bienes<sup>23</sup>), así como la desaceleración en el crecimiento de la demanda interna en especial en el segundo semestre del año. El comportamiento apuntado replicó en mucho la evolución observada de las importaciones de bienes y servicios.

Por otro lado, el gasto de consumo final de los hogares evidenció una desaceleración cercana a los 2,8 p.p. respecto a la tasa observada en el 2007 y se estima que creció 4,6%, principalmente por una contención del gasto a partir de la segunda mitad del año. Aún así esta tasa es levemente superior al promedio histórico del período 1992-2006 (4,4%).

Por su parte, la formación bruta de capital fijo creció a tasas elevadas durante el primer semestre (en torno al 21%), situación que no se observó en la segunda mitad del año. El impulso en los primeros seis meses provino principalmente de las adquisiciones de maquinaria y equipo (26,3%). Por su parte, la inversión en infraestructura reflejó el gasto del sector público, toda vez que las obras civiles del sector privado mostraron una desaceleración en el año, al pasar de un crecimiento anual de 18,7,0% en el I trimestre a un 9,3% en el último.

El comportamiento desacelerado de la inversión se acentuó conforme la confianza de los productores y consumidores se debilitó, mermaron y se encarecieron las fuentes de financiamiento tanto interno como externo y las utilidades empresariales se ajustaron a las nuevas condiciones de la demanda.

Finalmente, el ingreso nacional disponible bruto real de la economía costarricense creció en el 2008 a un ritmo lento (1,6%), afectado principalmente por el deterioro de los términos de intercambio, particularmente en la primera mitad del año (cerca de un 7%). La evolución de los términos de intercambio obedeció tanto al aumento en los precios de los combustibles como al alza en los alimentos (aún cuando en el segundo semestre hubo un descenso, conforme las condiciones de demanda y financieras internacionales continuaron debilitándose).

El menor ritmo de avance de los ingresos generados en la producción, confrontado con el elevado gasto interno, principalmente en los primeros tres trimestres del año, implicaron una ampliación sustancial del desequilibrio de la posición neta de la economía frente al exterior, que se reflejó en un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos de 9,0% como proporción del PIB. Además influyó en este resultado el deterioro en la relación de términos de intercambio producto de los fuertes incrementos en los precios de los hidrocarburos y de los alimentos.

Esa razón de déficit en cuenta corriente es una de las más altas observadas en la historia del país y señala un patrón que no es sostenible por mucho tiempo. Lo anterior por cuanto los flujos de recursos externos de mediano plazo a diferencia de años previos no fueron suficientes para financiar esa brecha, por lo que las reservas internacionales en poder del Banco Central registraron una disminución de EUA\$315 millones<sup>24</sup>.

## b. Liquidez y crédito

La riqueza financiera total creció a una tasa media de 14% (20% un año atrás), lo cual reflejó principalmente la

<sup>22</sup> Se estima presente una tasa de -0,9% lo cual contrasta con el crecimiento medio de los cinco años previos (10%).

<sup>23</sup> Las exportaciones de servicios continúan mostrando crecimientos elevados. En términos reales crecerían un 6,6% en el 2008, a pesar de que el turismo receptivo mostraría una moderación respecto al año anterior. Los servicios prestados a empresas en áreas como software, centros de negocios y centros de llamadas estarían apuntalando el aumento de los servicios exportados.

<sup>24</sup> Al término de 2008 el saldo de reservas internacionales netas ascendió a EUA\$3.799 millones, equivalente a 12,7% del PIB y que permitiría financiar 3,9 meses de importaciones regulares.

desaceleración en el crecimiento del ingreso disponible antes comentada. A nivel de componentes se observó una pérdida de participación de los títulos públicos (Gobierno y BCCR) como consecuencia del buen desempeño financiero del Gobierno que llevó a un menor requerimiento de colocación de títulos a nivel interno, mientras que en el caso del Banco Central incidió la contracción monetaria realizada por la vía de las operaciones cambiarias, que redujo el requerimiento de colocación de operaciones de mercado abierto.

La liquidez total<sup>25</sup> mostró en el 2008 un mayor dinamismo en relación con el año anterior (el crecimiento medio fue 21% y 18% en 2008 y 2007, respectivamente). A nivel de sus componentes se observó un cambio en favor de las operaciones en moneda extranjera, pues mientras estas representaron un 39% de la liquidez total en marzo de 2008, al término del año dicha relación fue de 46%, ligeramente superior a la razón media del 2007 y cuyo comportamiento podría asociarse con la mayor expectativa de devaluación del colón antes comentada.

En lo que respecta al crédito al sector privado, éste mostró una desaceleración con respecto al 2007, particularmente en el último cuatrimestre del año. Así, de una tasa media anual de 38,5% registrada en el período enero - agosto de 2008, en diciembre presentó un incremento interanual de 31%<sup>26</sup>.

Tanto el crédito en moneda nacional como en moneda extranjera mostraron una desaceleración a partir de agosto, no obstante, congruente con la internalización de un mayor riesgo cambiario, se observó que la tasa de expansión media anual de las operaciones en moneda nacional superó la respectiva en moneda extranjera en alrededor de 11 p.p. Por tanto, la participación relativa del crédito en moneda nacional dentro de la cartera total mostró en el 2008 un incremento de 2,0 p.p. con respecto a la participación media de 2007.

En resumen, el cierre de 2008 presentó dos desequilibrios importantes: por un lado las presiones inflacionarias fueron mayores al objetivo de inflación, reflejando la importancia del componente inercial en los mecanismos de fijación de precios y, por otro lado, una ampliación del desequilibrio externo, que llevó el déficit en cuenta corriente a un 9,0% del PIB. Precisamente éstos son los retos que enmarcan la política monetaria y cambiaria para el próximo bienio, en un contexto caracterizado por la incertidumbre en torno a la evolución de la economía mundial, que podría condicionar el crecimiento económico doméstico así como la estabilidad del sistema financiero local.

No obstante, en este período se prevén avances en el proceso de reducción de la inflación doméstica y en general se estima que el país está mejor preparado para enfrentar choques externos. A diferencia de lo ocurrido en otros episodios de recesión internacional, la razón deuda externa a PIB del país es menor y está más diversificada; las reservas internacionales en poder del Banco Central son mayores que las mantenidas en ese momento (tanto como proporción del PIB como medidas en meses de importación) y la situación financiera del sector público es balanceada.

### 3. La política monetaria y cambiaria en los próximos veinticuatro meses

En el bienio 2009-10 las acciones de política monetaria y cambiaria del Banco Central estarán enfocadas a buscar inflaciones bajas y estables, a la reducción del desequilibrio externo y a procurar el normal funcionamiento del sistema financiero nacional. Más puntualmente el conjunto de medidas que aplicará el Banco Central en este período estará dirigido a:

<sup>25</sup> Información de BCCR al 31 de diciembre de 2008 y preliminar de bancos comerciales al 31 de diciembre de 2008. Los componentes de la liquidez en moneda extranjera están valoradas al tipo de cambio de cierre de cada período.

<sup>26</sup> Cabe señalar que la desaceleración del crédito al sector privado se dio a pesar de que el saldo de esta variable a diciembre de 2008 incorporó el traslado de cartera crediticia de algunos bancos "off shore" a bancos comerciales locales, operaciones que con información al 31 de diciembre ascendieron a EUAS\$530 millones. Dado que ese traslado de cartera no implicó un flujo efectivo de recursos hacia los agentes económicos, al excluir dicho efecto el crecimiento anual del crédito al sector privado habría sido de 26% y, particularmente la tasa de variación del último cuatrimestre del año expresada en términos anualizados se hubiera ubicado en 14%.

- a. Que la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ubique en el 2009 en un 9%, con un rango de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y otro hacia abajo. Ello significa disminuir el ritmo de crecimiento de los precios internos en casi 5 p.p., en relación con el resultado de 2008. Para el 2010 la meta de inflación se establece en un 8% con igual rango de tolerancia ( $\pm 1\%$ ).
- b. Reducir de manera significativa y sostenible el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.
- c. Continuar con una estrategia tendiente a reducir los riesgos de contagio de la restricción de liquidez a nivel internacional hacia el sistema financiero nacional.

En materia cambiaria el BCCR mantiene el compromiso de migrar de manera gradual hacia un régimen de mayor flexibilidad y con ello ampliar los espacios para el uso de la política monetaria. Particularmente con la apertura a un mayor número de participantes (distintos a los intermediarios cambiarios) que se daría con el servicio MONEX-Central Directo<sup>27</sup> se procura promover la competencia y una formación más eficiente de los precios en el mercado global de cambios.

En el campo monetario, los esfuerzos continuarán orientados a mejorar los canales de transmisión de la política monetaria y en particular el mecanismo de tasa de interés. Entre otras acciones pondrá en funcionamiento un ejercicio diario de seguimiento de liquidez que permitirá estimar la intervención requerida del Banco Central en el mercado de dinero, y ofrecerá como parte de la plataforma del sistema de pagos el servicio del Mercado Integrado de Liquidez (MIL), con el fin de promover la integración de los diferentes mercados de negociación de dinero. Además, el Banco Central procurará mantener una política de tasas de interés coherente con el objetivo de inflación planteado, pero que a su vez no constituya una fuente de vulnerabilidad ante movimientos abruptos de capital.

Además, el Banco Central procurará mantener el normal funcionamiento del sistema de pagos interno y externo por lo que mantendrá un seguimiento permanente sobre las condiciones del sistema financiero nacional y los efectos que sobre él pueda tener la crisis financiera internacional.

El escenario macroeconómico para el bienio 2009-10 incluido en el cuadro 4 está sustentado en las siguientes consideraciones:

Las proyecciones de crecimiento económico para la economía estadounidense en el 2009 se ubican en -0,7%, lo que denota un deterioro significativo en relación con el año previo<sup>28</sup>.

Cuadro 3  
Proyección de crecimiento mundial  
Tasas anuales en porcentajes

---

<sup>27</sup> Este constituye un plan piloto en aras de avanzar hacia una mayor integración de los mercados.

<sup>28</sup> El escenario es complicado pues ya las tasas de interés en este país se ubican en niveles bajos, lo que reduce la posibilidad de que la Reserva Federal aplique bajas adicionales en su tasa de interés.

	2006	2007	2008*	2009 *
Producto Mundial	5,1	5,0	3,7	2,2
Economías Avanzadas	3,0	2,6	1,4	-0,3
Estados Unidos	2,8	2,0	1,4	-0,7
Área Europea	2,8	2,6	1,2	-0,5
Japón	2,4	2,1	0,5	-0,2
Economías Emergentes y en Desarrollo	7,9	8,0	6,6	5,1
África	6,1	6,1	5,2	4,7
América	5,5	5,6	4,5	2,5
Europa Central	6,7	5,7	4,2	2,5
China	11,6	11,9	9,7	8,5

\*/ Proyección.

Fuente: World Economic Outlook (revisión noviembre 2008)

El Fondo Monetario Internacional pronostica que la inflación en las economías desarrolladas pasará de un 3,6% en el 2008 y a un 1,4% en el 2009. Por su parte, en el caso de los países emergentes y en desarrollo se estima que para estos mismos años el indicador pasará de un 9,2% a un 7,1% en el 2009.

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

En el 2009 la evolución de la economía costarricense continuará condicionada por el entorno internacional, por el bajo crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, mientras que las restricciones de acceso al financiamiento externo pondrían un freno adicional a la expansión del gasto interno.

En el contexto descrito, el Producto Interno Bruto se prevé crezca a un ritmo de 2,2% a precios constantes (2,9% en el 2008). Esa cifra es inferior al crecimiento potencial estimado, lo que generará menor presión sobre los precios internos, en especial si se considera que en el último trienio el incremento sustancial de la inversión en capital fijo amplió la capacidad del aparato productivo.

En general las actividades estarían mostrando un crecimiento inferior al observado en el 2008, en particular: i) la construcción exhibiría un descenso en su valor agregado (de 13% a -2,0%), especialmente las obras civiles privadas, pues la infraestructura pública continuaría mostrando un crecimiento alto; ii) la producción de servicios se desaceleraría<sup>29</sup> y iii) el valor agregado de las actividades productoras de bienes prácticamente no crecería<sup>30</sup>.

La evolución de los condicionantes externos e internos de la economía costarricense hacen prever que la demanda global no variará en el 2009(-0,34%). El ajuste de la demanda global responde principalmente al comportamiento esperado de la demanda interna (-0,4% y 6,7% en el 2009 y 2008, respectivamente), pues las exportaciones de bienes y servicios se espera muestren una mejora<sup>31</sup> (1,5% y -0,9% en el mismo orden).

Por el lado de la demanda interna el mayor ajuste provendría de la formación bruta de capital fijo (-9,2%)<sup>32</sup>. Lo anterior en consonancia con el debilitamiento del gasto interno y el comercio mundial, el deterioro de las perspectivas de los productores sobre el comportamiento futuro de la economía, la menor disponibilidad de financiamiento y el aumento en el costo de dichos recursos.

El consumo final de los hogares continuará el proceso de desaceleración iniciado en el 2008 al crecer un 2,4%,

<sup>29</sup> Se prevé una desaceleración en los servicios de intermediación financiera, los servicios prestados a empresas (por menor demanda externa de servicios provistos por los denominados "call center" y "business center") así como los servicios de hotelería.

<sup>30</sup> El valor agregado de las actividades productoras de bienes (agropecuaria y manufacturera) se estima caerá un -0,5% en el 2009 (-3,7% en el 2008).

<sup>31</sup> La entrada en vigencia del tratado de Libre Comercio entre Centroamérica, República Dominicana y Estados Unidos se espera tenga implicaciones positivas sobre la oferta exportable del país y la atracción de inversiones, que fortalecerían el financiamiento externo de la economía.

<sup>32</sup> El comportamiento sería más contractivo en la adquisición de maquinaria y equipo, toda vez que las nuevas construcciones estarían reflejando el impulso positivo de la inversión pública por la continuidad de proyectos hospitalarios, carreteras, electrificación y telecomunicaciones.

ligeramente por encima del crecimiento poblacional. Se presume que el debilitamiento de la producción generará un efecto similar sobre el ingreso real de los hogares, principalmente asalariados, debido a su impacto contractivo sobre el empleo. Este factor en conjunto con el deterioro de la confianza de los consumidores, las limitaciones al crecimiento del crédito y el incremento en su costo, justifican la evolución esperada del consumo.

En línea con la trayectoria descrita de la demanda global, las importaciones de bienes presentarán un descenso cercano al 3% a precios constantes, en particular en maquinaria y equipo y bienes de consumo duradero, así como en la adquisición de materias primas por parte de los regímenes especiales de comercio; los servicios importados (-1,8%) mostrarán el efecto de la menor demanda por transporte para el trasiego de mercancías.

El ingreso nacional disponible presentaría un incremento de 3,9% en términos reales, reflejando principalmente la mejora en los términos de intercambio, que se estima rondará el 4,4%, lo que estaría aliviando parcialmente la restricción presupuestaria que enfrentará la economía a raíz de la reducción del financiamiento externo y posibilitando un mayor incremento del gasto real.

Por su parte, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se estima bajará de un 9,0% del PIB en el 2008 a un 5,7% en el 2009, reflejo principalmente del menor gasto por factura petrolera y la desaceleración en la actividad económica que derivaría en menores requerimientos de materias primas y bienes de capital.

Los principales agregados monetarios y financieros se prevé mostrarán tasas de crecimiento acordes con el comportamiento de la producción nominal, apoyados por una participación activa del Banco Central para influir en los niveles de liquidez de la economía.

Cuadro 4  
Principales proyecciones macroeconómicas

	Estimado	Programa	
	2008	2009	2010
<b>PIB</b>			
Real	2,9%	2,2%	3,8%
Nominal	15,7%	14,7%	12,7%
Deflator implícito	12,4%	12,2%	8,6%
<b>Ingreso Nacional Disponible Bruto Real</b>	1,6%	3,9%	n.d.
<b>Inflación (tasa anual dic-dic)</b>			
Medido con IPC	13,9%	9% (±1 p.p.)	8% (±1 p.p.)
Medido con ISI -informativa-	14,0%	9% (±1 p.p.)	8% (±1 p.p.)
<b>Balanza de Pagos</b>			
Cuenta corriente (%PIB)	-9,0%	-5,7%	-6,1%
Cuenta comercial (%PIB)	-19,0%	-14,1%	-14,4%
<b>Sector Monetario (variación %)</b>			
Liquidez en ¢	13,3%	15,2%	15,6%
Liquidez en \$	24,8%	9,8%	9,7%
Crédito sector privado ¢	24,3%	16,8%	14,3%
Crédito sector privado \$	25,0%	13,1%	8,4%
<b>Sector Público Global Reducido (% PIB)</b>			
Resultado Financiero	0,1%	-3,7%	n.d.
Gobierno <sup>1/</sup>	0,2%	-2,8%	n.d.
Resto SPNF <sup>1/</sup>	0,0%	0,1%	n.d.
BCCR	-0,2%	-1,0%	-0,9%

<sup>1/</sup> Preliminar. Se excluyen las operaciones del Instituto Costarricense de Electricidad.

#### 4. Balance de riesgos

Las proyecciones macroeconómicas antes suministradas fueron elaboradas con base en los elementos que se consideraron más probables; sin embargo, la incertidumbre en torno a la evolución de la economía mundial y en general la alta volatilidad que caracteriza la coyuntura internacional obliga a una revisión permanente de esas proyecciones, que

podría llevar al Banco Central a realizar modificaciones más frecuentes en su política monetaria y cambiaria.

La economía costarricense está expuesta de manera importante a choques externos de diversa índole, en la coyuntura actual sobresalen los siguientes:

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

Un deterioro superior al previsto se traduciría en una mayor contracción de la demanda externa<sup>33</sup>, con consecuencias directas sobre el ingreso, el gasto interno y las presiones de demanda. Por su parte, las pérdidas de empresas financieras que acompañan, en la actual coyuntura, el menor crecimiento de la economía mundial, podrían agudizar las presiones sobre los flujos de capital y reducir todavía más la disponibilidad de crédito a nivel mundial.

- b. Un efecto contagio de la crisis de liquidez internacional hacia el sistema financiero costarricense podría obligar a una intervención de las autoridades gubernamentales, en particular del Banco Central con el fin de reducir los efectos perjudiciales sobre el sistema financiero. Dependiendo de la magnitud de la intervención ello podría obligar a un cambio de prioridades en detrimento del objetivo inflacionario.
- c. Un encarecimiento de las materias primas, en particular del petróleo y de los granos básicos, contrario a lo previsto, tendría un efecto directo e inmediato sobre el comportamiento de los precios domésticos y sobre el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

---

<sup>33</sup> En los últimos tiempos ha sido usual el deterioro constante de las perspectivas de crecimiento mundial y particularmente de Estados Unidos elaboradas por organismos financieros internacionales y empresas especializadas en el pronóstico de las principales variables macroeconómicas.