

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el **literal A, artículo 4** del acta de la **sesión 5431-2009**, celebrada el 22 de julio del 2009,

dispuso, en firme:

Aprobar la segunda revisión del Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2009-2010, en los siguientes términos:

**SEGUNDA REVISIÓN
PROGRAMA MACROECONÓMICO 2009-10
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
JULIO 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 monetario¹ y sus respectivas revisiones, con el fin de procurar la consecución del objetivo que le asigna su ley constitutiva.

En cumplimiento de lo anterior y con base en el diagnóstico de la situación económica al primer semestre del 2009, se presenta una proyección de la tasa de inflación anual a diciembre del 2009, no una meta, y se replantea el objetivo inflacionario para diciembre del 2010.

En materia de política monetaria las acciones continuarán dirigidas a consolidar el proceso de reducción del ritmo inflacionario observado en la primera mitad del año, con el fin de alcanzar en el mediano plazo inflaciones convergentes con las que muestran los principales socios comerciales del país. Por su parte, en el campo cambiario la Institución continuará con su objetivo de avanzar hacia una mayor flexibilidad en la determinación del tipo de cambio, en aras de incrementar la efectividad de la política monetaria.

El Banco Central procederá a realizar los ajustes requeridos en sus políticas monetaria y cambiaria, en respuesta a cambios sustantivos en el entorno que afecten la consecución de los objetivos propuestos. Estas modificaciones serán informadas oportunamente a la sociedad, con el fin de promover la transparencia y la adecuada formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

SEGUNDA REVISIÓN DEL PROGRAMA MACROECONÓMICO 2009-10

1. INTRODUCCIÓN

El diagnóstico de la situación económica del país, expuesto en la primera revisión del Programa Macroeconómico 2009-10² (PM 2009-10), señaló una corrección importante en dos de los principales desequilibrios de la economía costarricense observados en el 2008: alta inflación y elevado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, confirmó la contracción en el nivel de actividad económica que

¹ A partir del 2007 el Banco Central empezó a formular un ejercicio de programación macroeconómica, cuya consistencia es evaluada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral, para mayor detalle sobre este modelo ver: Muñoz, E. y Tenorio, E. "El Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT) del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio". Documento de Investigación DIE-08-2008-DI. BCCR. 2008. (<http://www.bccr.fi.cr/ndie>)

² Aprobada por la Junta Directiva mediante artículo 7 del acta de la sesión 5424 -2009 del 20 de mayo del 2009.

inició desde el cuarto trimestre del 2008. En este contexto el Banco Central de Costa Rica anunció que sus acciones de política estarían dirigidas a:

- i. Que la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) a diciembre del 2009 se ubicara en 8%, con un rango de tolerancia de un punto porcentual (± 1 p.p.). Para diciembre del 2010 la meta de inflación interanual se estableció en un 7% con igual rango de tolerancia (± 1 p.p.).
- ii. Reducir de manera significativa y sostenible el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, de un 9% del Producto Interno Bruto (PIB) en el 2008 a un 4,9% en el 2009.
- iii. Continuar con una estrategia tendiente a disminuir los riesgos de contagio de la restricción de liquidez a nivel internacional hacia el sistema financiero nacional.

En esa ocasión el Banco Central indicó que en materia cambiaria mantendría el compromiso de migrar, de manera gradual y ordenada, hacia un régimen de mayor flexibilidad y con ello ampliar los espacios para el uso de la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria.

En lo que respecta al mercado monetario y financiero, estimó que los principales agregados monetarios registrarían tasas de crecimiento acordes con la evolución de la actividad económica, y que continuaría con sus esfuerzos para mejorar el canal de transmisión de la política de tasas de interés. Para esto promovería una integración de los distintos participantes en el mercado de liquidez, así como una oportuna participación del Banco Central en este mercado.

Además, el Banco Central procuraría mantener el normal funcionamiento del sistema de pagos costarricense, mediante un seguimiento permanente de las condiciones del sistema financiero nacional y los efectos que sobre éste pudiera tener la crisis financiera internacional.

Como se expone en la siguiente sección, al término del primer semestre del 2009 el balance macroeconómico presentó mejores resultados que los previstos en la primera revisión del PM 2009-10, especialmente en cuanto a la reducción de las vulnerabilidades identificadas a inicios del presente año. Esto plantea como principal reto para el Banco Central la consolidación de los resultados obtenidos en inflación y reducción del desequilibrio externo, sin que ello obstaculice la recuperación económica en los próximos dieciocho meses. En resumen durante la primera mitad del 2009 destacaron los siguientes elementos:

- i. Al igual que en la mayoría de países, Costa Rica experimentó un proceso de reducción del ritmo inflacionario, que se gestó a una velocidad mayor a la prevista.
- ii. La corrección del desequilibrio externo fue significativa y ocurrió sin presiones excesivas sobre el tipo de cambio. Esta situación, unida al incremento en el saldo de reservas internacionales y a la reducción en el nivel de apalancamiento del sector privado local, fueron elementos favorables desde la óptica de la vulnerabilidad del país en el mediano plazo.
- iii. Los indicadores de producción parecen señalar que el ritmo de contracción alcanzó su punto más bajo en la primera mitad del año. Durante este lapso el consumo final de los hogares, en términos reales, mostró tasas de variación positivas, toda vez que parte importante del ajuste se presume fue atendido con el uso de inventarios acumulados en períodos previos.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DEL 2009

Durante el primer trimestre del 2009 la actividad económica, medida por el Producto Interno Bruto (PIB) real trimestral, se contrajo a un ritmo de 4,8% con respecto a igual período del 2008, con un entorno internacional adverso que se reflejó en una menor demanda por productos de exportación (-12,7%) y una demanda interna que cayó aproximadamente un 10,0%.

El comportamiento de la demanda interna estuvo asociado, principalmente, con una contracción de 38,4% en la formación bruta de capital, toda vez que el consumo final registró un incremento de 1,5% en relación con el nivel observado en el primer trimestre del 2008.

En el caso de la formación bruta de capital, la reducción de inventarios determinó aproximadamente un 70% de dicha caída. A nivel de componentes del consumo final, el gasto del Gobierno (3,4%) mostró un repunte, en tanto que el consumo de hogares creció a un ritmo anual de 1,3%, tasa que si bien es menor a la registrada en los trimestres previos, continuó siendo positiva en términos reales.

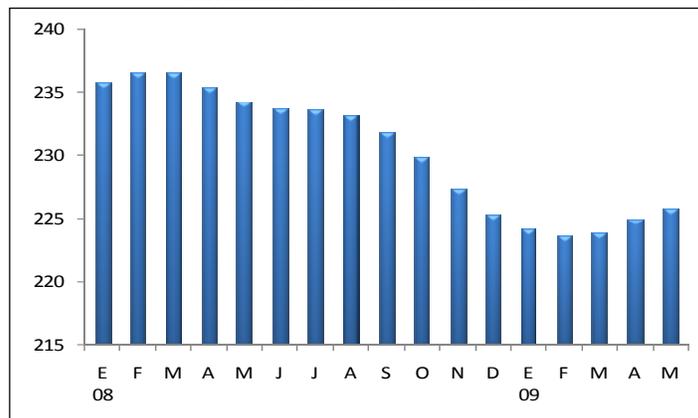
Lo anterior es consistente con lo observado en el resto del mundo, donde buena parte del gasto en

consumo fue atendido con una importante desacumulación de inventarios³.

Al analizar la evolución de la serie tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) con información al mes de mayo del 2009, se observó que el nivel de este indicador mostró un repunte a partir del segundo trimestre del año (gráfico 1). Sus variaciones mensuales evidenciaron signos de recuperación y sugieren que la fase contractiva habría estado concentrada en la primera parte del año, tal y como fue indicado en la primera revisión del PM 2009-10.

Es importante resaltar que la recuperación que se viene observando en los últimos meses no es generalizada, y está particularmente concentrada en algunas actividades ligadas al sector externo, las cuales demandan mano de obra calificada y cuyas empresas han trasladado cuotas de producción hacia el país, debido al cierre de sus centros de operación en otros países.

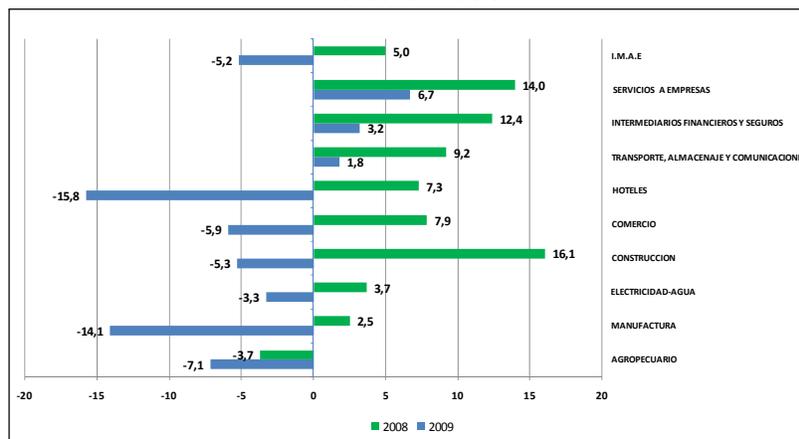
Gráfico 1
Índice Mensual de Actividad Económica
- Nivel de la serie tendencia ciclo -



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Por otra parte, al comparar esos niveles con los registrados el año previo se observó que, en promedio, durante el período enero – mayo del 2009, las tasas de variación continuaron reflejando un débil comportamiento de la producción. Como se aprecia en el gráfico 2, el mayor deterioro está concentrado en las actividades productoras de bienes en conjunto con el comercio y los hoteles.

Gráfico 2
IMAE según principales industrias
- Tasa media anual del período enero-mayo de cada año -
Tendencia- ciclo



Fuente: Banco Central de Costa Rica

³ El cambio en los inventarios, que se evidencia de manera generalizada en las distintas regiones del mundo, concentra particular atención por parte de los analistas debido a la naturaleza de "variable de ajuste" que éstos han desempeñado en el presente ciclo económico. El fenómeno no es nuevo; hay evidencia de que en ciclos económicos anteriores, a pesar de que los inventarios representan un porcentaje relativamente bajo de la producción, su caída estuvo presente en la contracción del PIB. Para mayor detalle consultar: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/Reporte-Inflacion-22-Junio-2009/Reporte.pdf>

En lo que respecta a las variables del sector externo, tanto reales como financieras, su evolución también reflejó el menor dinamismo de la actividad productiva doméstica. En general, la menor demanda externa afectó adversamente las decisiones de inversión de los agentes económicos, la demanda interna y consecuentemente, la actividad económica. Lo anterior implicó una reducción significativa en el valor de las importaciones de bienes y servicios.

En efecto, en los primeros seis meses del 2009 la reducción interanual en el valor de las importaciones de bienes (31,3%) fue más acentuada que la observada en las exportaciones de bienes (12,8%). Ello llevó a una corrección de la brecha comercial en torno a un 64,1% con respecto a lo observado en igual lapso del 2008; esta brecha representó un 3,4% del PIB (9,6% en el 2008). En términos absolutos, durante este período se registraron flujos netos de comercio inferiores a los observados en igual lapso del 2008, en aproximadamente \$1.750 millones.

Si bien en el primer trimestre del año la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un superávit de \$30 millones (0,1% del PIB), para el segundo trimestre se estima un déficit en torno a 0,3% del PIB, con lo cual la cuenta corriente mostraría en el primer semestre del año un déficit equivalente a 0,2% del PIB (4,5% en igual lapso del año previo), poniendo de manifiesto la significativa corrección del desequilibrio externo.

En el ámbito financiero, por su parte, las expectativas de recesión y de condiciones de liquidez más restrictivas en los mercados mundiales mermaron los flujos netos de ahorro externo canalizados hacia el país, incluido el asociado a la Inversión Extranjera Directa (IED).

No obstante, esos flujos fueron más que suficientes para atender el reducido déficit de la cuenta corriente, lo que permitió una acumulación de Reservas Monetarias Internacionales de \$131,4 millones en el primer semestre del año. Este resultado fue posible a pesar de que en la primera mitad del año el sector privado residente canceló parte de sus pasivos externos, básicamente de corto plazo⁴.

Por otra parte, a pesar de la contracción de la actividad económica, el ahorro financiero medido por la Riqueza Financiera del Sector Privado (RFSP)⁵, presentó tasas de crecimiento anual elevadas en el primer semestre del año (en promedio la tasa anual alcanzó un 21% contra un 13,9% en el año previo)⁶.

Este comportamiento se estima respondió a factores como: i) la incertidumbre en los mercados financieros internacionales pudo haber inducido a los agentes económicos a repatriar parte de sus capitales externos y, ii) en diciembre del 2008 se registró el traslado parcial de cartera de la banca "off shore" hacia bancos comerciales domésticos, con lo cual se incrementó el saldo de la liquidez total.

Asimismo, se observó una recomposición de la cartera de activos financieros del sector privado (gráfico 3).

En particular los agentes económicos mostraron preferencia por instrumentos financieros menos líquidos, con rendimiento y denominados en moneda extranjera. Lo anterior en respuesta del ajuste al alza en las tasas de interés observado a partir del segundo semestre del 2008 y al incremento en las expectativas de variación del tipo de cambio⁷. Por otro lado, ante la caída de los ingresos tributarios el Gobierno ha recurrido con mayor frecuencia al mercado financiero y el sector privado suministró los recursos suficientes para financiar el déficit fiscal, que a junio ascendió a 1,3% del PIB.

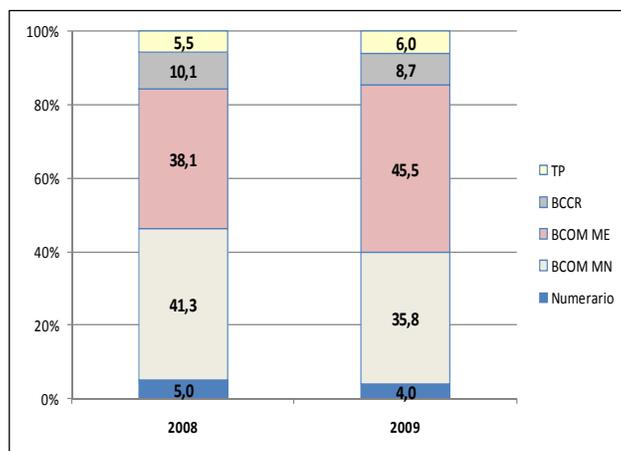
Gráfico 3
Riqueza Financiera Sector Privado
Composición porcentual a junio de cada año

⁴ De manera similar a lo observado en otras economías, el sector privado financiero y no financiero redujo su nivel de apalancamiento externo ante el menor nivel de actividad económica ("deleveraging"). Según la información de los balances de situación a mayo del 2009, la banca privada canceló \$448 millones. Por su parte, se estima que el sector privado no financiero realizó pagos en torno a \$170 millones, en el primer semestre del año.

⁵ Comprende las obligaciones con el sector privado de los bancos comerciales (BCOM), el Banco Central (BCCR) y el Ministerio de Hacienda (TP), tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Las operaciones en moneda extranjera están valoradas al tipo de cambio de cierre de cada mes.

⁶ Si se excluye el efecto cambiario, la tasa media de crecimiento de la RFSP del primer semestre del 2009 fue de 15,4%, mientras que la registrada en el 2008 fue de 12,7%.

⁷ A finales del 2006 la economía costarricense experimentó un proceso de desdolarización como consecuencia de la revaluación del colón con respecto al dólar. A partir de mayo del 2008 se revierte este comportamiento y los agentes económicos mostraron, nuevamente, una mayor preferencia relativa por activos denominados en moneda extranjera. Cabe indicar que durante el segundo trimestre del presente año los niveles de dolarización financiera tendieron a estabilizarse en torno a los valores observados a principios del 2006.

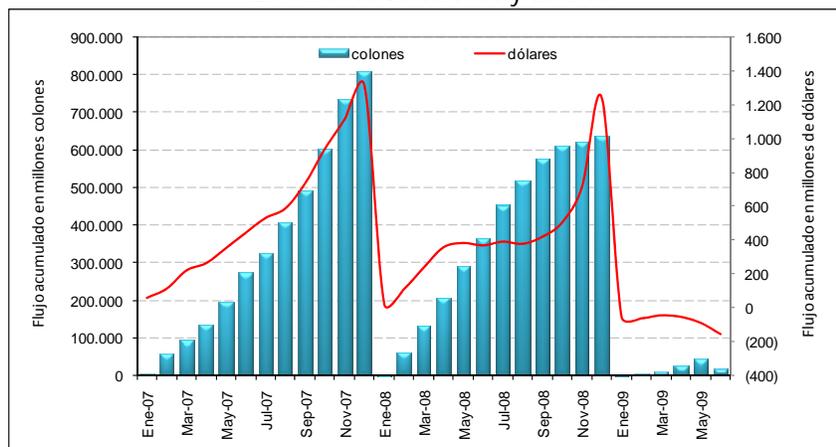


Fuente: Banco Central de Costa Rica

El crédito al sector privado concedido por la banca comercial (gráfico 4) continuó estancado⁸. Se estima que este comportamiento obedeció, en buena medida, a los siguientes factores: i) el menor dinamismo de la actividad económica, ii) el endurecimiento en las condiciones de acceso al crédito bancario y, iii) una menor demanda de crédito asociada al deterioro de las expectativas sobre la evolución futura de la economía, que pudo haber inducido a las empresas a utilizar parte de los inventarios acumulados en períodos previos y reducir así su nivel de apalancamiento financiero, tanto doméstico como externo.

Gráfico 4

Sistema Bancario Nacional: Crédito al Sector Privado
Variaciones acumuladas con respecto a diciembre del año previo
- En millones de colones y dólares -



Fuente: Banco Central de Costa Rica

En lo que respecta a la inflación, los diferentes indicadores de precios, así como las expectativas inflacionarias (cuadro 1)⁹ mantuvieron un ritmo desacelerado durante el primer semestre del año.

El menor crecimiento de los precios internos reflejó, entre otros: i) el efecto de las acciones de política monetaria adoptadas a partir del segundo semestre del 2008, cuando la evolución del mercado cambiario abrió espacios al Banco Central para aumentar la tasa de interés; ii) menores presiones de demanda interna; iii) condiciones climáticas que permitieron incrementar la oferta de algunos productos agrícolas y; iv) precios de productos primarios en los mercados internacionales en niveles muy por debajo de los observados, en promedio, durante el 2008.

⁸ Durante el primer semestre del 2009 el crédito al sector privado en términos del PIB se mantuvo estable, en torno a un 40%. Cabe indicar que en diciembre del 2008 hubo un traslado de cartera crediticia de algunos bancos "off shore" a bancos comerciales locales (del mismo grupo financiero), operaciones que ascendieron a \$530 millones, aproximadamente. Este traslado no significó un nuevo flujo de financiamiento al sector privado, pues dichos recursos fueron formalizados previamente por una sociedad financiera no incluida en las estadísticas del Sistema Bancario Nacional.

⁹ Índice de Precios al Consumidor (IPC), Índice Subyacente de Inflación (ISI), Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI) y expectativa de variación del IPC a doce meses obtenida de la "Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio", donde el dato al mes de julio indica la variación esperada para el lapso julio del 2009 - junio del 2010.

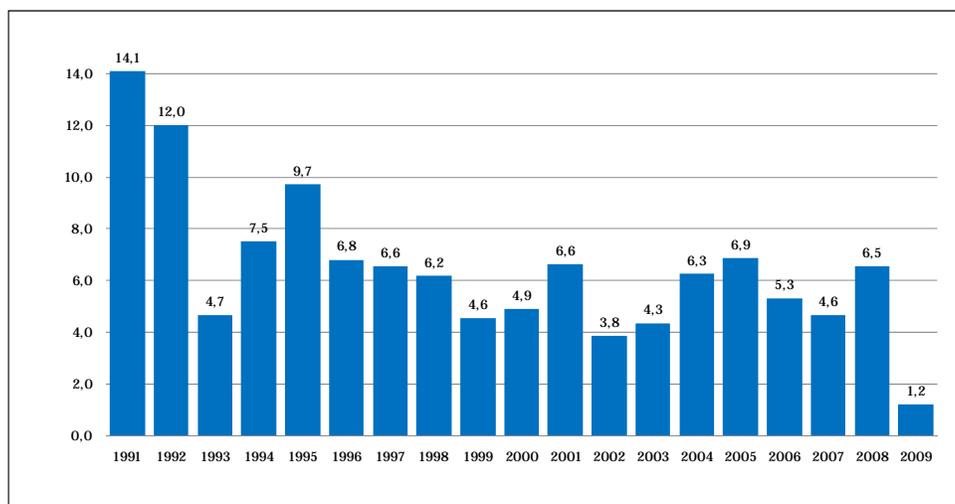
Cuadro 1
Evolución de indicadores de inflación
Tasas interanuales en porcentajes

	Dic-08	Ene-09	Feb-09	Mar-09	Abr-09	May-09	Jun-09	Jul-09
IPC	13,9	13,5	12,7	12,3	11,8	9,5	8,2	n.d.
ISI	14,0	14,0	13,2	12,7	11,8	10,7	9,8	n.d.
IPPI	20,6	15,4	12,6	10,3	8,1	5,0	2,4	n.d.
Expectativa ^{1/}	12,2	11,2	10,4	10,3	9,6	8,9	8,5	8,4

^{1/} Expectativa de variación del IPC para los próximos 12 meses.
n.d.: no disponible.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC) y Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio, BCCR.

En particular, el IPC acumuló a junio una variación de 1,2% (gráfico 5), la más baja observada desde 1971. Este comportamiento llevó a un crecimiento interanual de 8,2% (cuadro 1), tasa inferior en 5,7 p.p. a la observada en diciembre del 2008.

Gráfico 5
Tasa de inflación medida por el IPC
- porcentajes acumulados a junio de cada año -



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Los resultados indican que la inflación presentó una desaceleración mayor a la contemplada en la primera revisión del PM 2009-10, tendencia observada en la mayoría de economías donde la debilidad de la demanda, asociada en gran medida a la crisis internacional, contribuyó a reducir las presiones sobre los precios, presentes durante buena parte del 2008.

Ahora bien, las circunstancias mencionadas se manifestaron asimétricamente en el IPC, dado que en el primer semestre los mayores ajustes estuvieron concentrados en los grupos de "alimentos y bebidas no alcohólicas" y "transportes". El primero acumuló a junio una contracción de 4,5% en razón de la reducción de precios en productos agrícolas, pan, cereales, carnes y aceites. Por su parte, el grupo de transportes también finalizó el semestre con una deflación del orden de 6,0%, debido a la reducción en los precios de combustibles y de los servicios de transporte de autobús y taxi.

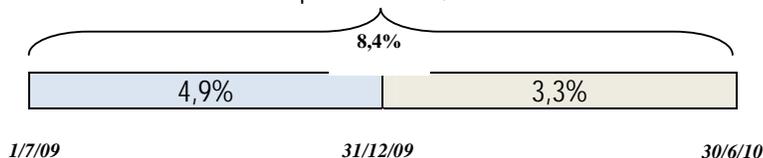
Cabe señalar que el resto de grupos que conforman la canasta del IPC registraron en promedio incrementos acumulados de 5,4%, lo que puso de manifiesto que la evolución seguida por la inflación no fue generalizada y reflejó la excesiva rigidez a la baja de precios de ciertos productos y servicios. Esto último explicado por la existencia de "reglas" de ajuste basadas en la inflación pasada (inercia), como por estructuras organizacionales poco competitivas en algunas industrias.

A nivel de precios regulados y no regulados se observó que el ajuste en el primero de estos grupos (1,4%) explicó alrededor de un 23% de la inflación acumulada durante la primera mitad del año, básicamente, producto del incremento de un 20% en el servicio de electricidad. Además, en los precios de los productos

no regulados, destacaron los incrementos acumulados en rubros como comida fuera del hogar, educación y servicios de salud, en el orden de 4,4%, 10,8% y 6% respectivamente.

Finalmente, llama la atención el ajuste a la baja observado en las expectativas inflacionarias¹⁰. De acuerdo con los resultados de la "Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio"¹¹ formulada en julio se tiene que, con información observada al 30 de junio, la expectativa promedio de inflación para los próximos seis meses es de 4,9%¹², en tanto que al ampliar el horizonte a doce meses dicho valor alcanza un 8,4%.¹³

Dado que, tanto la fuente como el conjunto de información observado en el momento en que ambos datos fueron formulados es el mismo, es posible hacer una inferencia sobre la expectativa de inflación implícita para el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 30 de junio del 2010, resultado que alcanzaría un 3,3% y que expresado en términos anuales aproxima un 6,8%.



Este último valor resulta cercano a la meta de inflación anunciada para el 2010 en la primera revisión del PM 2009-10 ($7\% \pm 1$ p.p.), lo cual sugiere que en el proceso reciente de formación de expectativas inflacionarias los agentes económicos dieron mayor importancia a la meta anunciada por el Banco Central.

3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL BIENIO 2009-10

Si bien continúa existiendo un alto grado de incertidumbre en torno a la evolución de la economía mundial para lo que resta del año, indicadores recientes señalan que la contracción económica no continuará acentuándose e incluso apuntan a una recuperación en el 2010.

En el plano interno, dada la apertura de la economía costarricense, es de esperar que en el 2009 la producción caiga, pero a un menor ritmo que lo previsto en la primera revisión del PM 2009-10, principalmente como resultado del aporte de industrias vinculadas a regímenes especiales de comercio exterior. Esta situación estaría incidiendo en una mayor corrección del desequilibrio externo. Para el 2010 se estima una reactivación de la actividad económica, en línea con un entorno internacional más favorable; el PIB real crecería en un 2,6% y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría alrededor del 4,7% del producto.

En materia de precios domésticos, las proyecciones disponibles apuntan a que en el segundo semestre del año se presentarían incrementos en el precio de algunos bienes y servicios, derivados de ajustes al alza en la cotización internacional de materias primas así como de efectos inerciales y estacionales. En razón de ello se proyecta que la tasa de inflación a diciembre del 2009 se ubique entre 4% y 6%.

3.1. ECONOMÍA INTERNACIONAL

A partir del cuarto trimestre del 2008 la mayor parte de las economías presentaron una contracción económica, asociada, en buena medida, a la contención del gasto interno. Este comportamiento estuvo altamente influido por condiciones de liquidez más restrictivas, con efectos directos sobre el deterioro de las expectativas de hogares y empresas. Esta situación condujo a revisiones más frecuentes de las proyecciones macroeconómicas mundiales, con una tendencia de pesimismo progresivo. Lo anterior quedó de manifiesto en las proyecciones publicadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹⁴.

En los últimos meses la evolución de distintos indicadores adelantados para economías desarrolladas (índices de confianza del consumidor, expectativas de inversión, repunte de indicadores de bolsas de valores y ajuste al alza en los precios de materias primas, entre otros), da indicios de una posible reactivación económica. El FMI en su publicación del 8 de julio del 2009, estimó una moderación en la tasa

¹⁰ La expectativa de inflación a doce meses proveniente de la "Encuesta mensual de expectativas de inflación y variación del tipo de cambio" muestra una tendencia a la baja desde el cuarto trimestre del 2008.

¹¹ <http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros>

¹² Periodo comprendido entre el 1 de julio y el 31 de diciembre del 2009.

¹³ Periodo comprendido entre el 1 de julio del 2009 y el 30 de junio del 2010.

¹⁴ Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/02/index.htm>.

de caída de la producción a nivel global y una mayor estabilidad en los mercados de capitales y en las condiciones financieras mundiales.

Para el 2009 el FMI considera que aunque continuará la contracción económica mundial, el panorama para Estados Unidos de América será menos negativo en relación con la evaluación realizada en abril pasado. Para el 2010 proyecta una recuperación económica más acelerada.

Cuadro 2
Evolución de las proyecciones de crecimiento para 2009 y 2010
- Tasas de variación anual -

	Jul-08	Oct-08	Nov-08	Ene-09	Mar-09	Abr-09	Jul-09
2009							
Producto mundial	3,9	3,0	2,2	0,5	-1,0 a -0,5	-1,3	-1,4
Estados Unidos	0,8	0,1	-0,7	-1,6	-2,6	-2,8	-2,6
2010							
Producto mundial			3,8	3,0	1,5 a 2,5	1,9	2,5
Estados Unidos			1,5	1,6	0,2	0,0	0,8

Fuente: : Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional

3.2. OFERTA Y DEMANDA GLOBAL

La evolución de la economía costarricense continuará condicionada por el entorno internacional, cuyas perspectivas de riesgos de eventos extremos han disminuido en alguna medida en los últimos meses.

Dado lo anterior, se estima que el nivel de actividad económica, medido por la tasa de crecimiento anual del PIB a precios constantes, disminuirá un 1,3% en el 2009, lo que significa una mejora de 0,5 p.p. con respecto a la estimación contemplada en la primera revisión del PM 2009-10 (-1,8%).

Esta menor contracción económica refleja la conjunción de varios elementos. Por un lado, el nivel de actividad de algunas industrias como la manufactura y la construcción registraría menores caídas; mientras que el de las industrias de servicios prestados a empresas mostraría un mayor crecimiento.

Cuadro 3
Principales modificaciones de las proyecciones del PIB real y valor agregado de las industrias
- Tasas de variación anual -

	2008	Primera revisión		Segunda revisión	
		2009	2010	2009	2010
Producto Interno Bruto real	2,6%	-1,8%	2,1%	-1,3%	2,6%
Agricultura, silvicultura y pesca	-1,4%	-4,2%	0,5%	-4,7%	2,5%
Industria manufacturera	-4,2%	-9,3%	0,3%	-4,9%	1,3%
Construcción	10,4%	-5,6%	1,8%	-2,9%	2,7%
Comercio, restaurantes y hoteles	3,8%	-2,3%	1,0%	-4,4%	1,0%
Transporte, almacenaje y comunicaciones	7,5%	4,5%	4,9%	3,7%	5,0%
Otros servicios prestados a empresas	12,6%	4,5%	4,3%	5,9%	7,0%
Resto	3,9%	1,3%	2,6%	0,8%	2,5%

Fuente: Banco Central de Costa Rica

En el caso de la industria manufacturera, su comportamiento en el 2009 estaría asociado, principalmente, a que algunas empresas amparadas al régimen de Zonas Francas estarían trasladando cuotas de producción hacia Costa Rica, debido al cierre de sus centros de operación en otros países y, a que las exportaciones de algunas empresas del régimen de Perfeccionamiento Activo han mostrado signos de mejora en meses recientes.

Por su parte, se espera que la actividad de la construcción muestre una menor caída por el repunte de la construcción pública (con un crecimiento de 23,6%¹⁵), la cual ha registrado mayores porcentajes de ejecución en relación con los considerados en la estimación previa. La construcción privada se estima continúe deprimida y se contraiga un 12%.

El mayor crecimiento previsto para la industria de servicios prestados a empresas está sustentado en el traslado hacia el país de las operaciones de "Centros de Llamadas" y "Centros de Servicios" por parte de algunas empresas, en procura de una reducción en sus costos globales de operación y para aprovechar la disponibilidad de mano de obra calificada.

¹⁵ En particular, los proyectos de rehabilitación de la red vial nacional, las labores de reconstrucción de la zona afectada por el terremoto de Cinchona y obras de infraestructura del sistema eléctrico nacional.

Cabe señalar que esta tasa de crecimiento corresponde al valor agregado de la construcción pública, resultante de deducir del valor de la producción el consumo intermedio de bienes y servicios asociados a esta actividad.

En contraste, la mayor contracción en las actividades de comercio, restaurantes y hoteles, así como la desaceleración en las actividades de transporte, almacenaje y comunicaciones, estarían explicadas por la menor demanda de servicios relacionados al transporte de mercancías y la disminución en el ingreso de turistas (estimada en 9,6% para el 2009).

Cuadro 4
Principales modificaciones de las proyecciones de oferta y demanda global a precios de 1991
- Niveles y tasas de crecimiento anual -

	2008 ^{1/}	Primera revisión		Segunda revisión			
		2009		2009		2010	
		Nivel	Variación	Nivel	Variación	Nivel	Variación
OFERTA GLOBAL	3.226.998	3.068.524	-5,1%	3.047.473	-5,6%	3.132.905	2,8%
- Producto Interno Bruto (precios de mercado)	2.092.365	2.053.592	-1,8%	2.064.768	-1,3%	2.118.766	2,6%
- Importación de Bienes y Servicios	1.134.633	1.014.932	-11,1%	982.706	-13,4%	1.014.138	3,2%
Bienes	1.000.886	872.620	-12,8%	870.338	-13,0%	899.361	3,3%
Servicios	133.747	142.312	0,9%	112.368	-16,0%	114.778	2,1%
DEMANDA GLOBAL (1+2)	3.226.998	3.068.524	-5,1%	3.047.473	-5,6%	3.132.905	2,8%
1.DEMANDA INTERNA	2.067.446	1.999.150	-3,3%	1.962.226	-5,1%	2.019.072	2,9%
- Gastos de Consumo Final	1.518.906	1.547.608	1,9%	1.545.997	1,8%	1.585.276	2,5%
Sector privado	1.356.038	1.379.802	1,8%	1.376.614	1,5%	1.411.659	2,5%
Sector público	162.869	167.806	3,0%	169.383	4,0%	173.618	2,5%
- Formación Bruta de Capital	548.539	451.542	-17,7%	416.229	-24,1%	433.796	4,2%
Formación bruta de Capital Fijo	517.033	474.194	-8,3%	458.202	-11,4%	475.918	3,9%
Sector Privado	440.771	390.265	-11,5%	368.015	-16,5%	379.818	3,2%
Sector público	76.262	83.929	10,1%	90.186	18,3%	96.101	6,6%
Variación de Existencias	31.506	(22.651)	(41.973)	(42.123)
2.DEMANDA EXTERNA	1.159.552	1.069.374	-8,3%	1.085.248	-6,4%	1.113.832	2,6%
-Exportación de Bienes y Servicios	1.159.552	1.069.374	-8,3%	1.085.248	-6,4%	1.113.832	2,6%
Bienes	902.548	811.995	-10,6%	841.048	-6,8%	857.263	1,9%
Servicios	257.004	257.379	-0,2%	244.200	-5,0%	256.569	5,1%

^{1/} Corresponde a los valores resultantes de la segunda revisión del PM 2009-10.
Fuente: Banco Central de Costa Rica

Desde la óptica del gasto, los condicionantes externos e internos de la economía costarricense hacen prever un ajuste a la baja de la demanda global para 2009 (-5,6% contra -5,1% contemplado en la primera revisión del PM 2009-10), explicado por el comportamiento de la demanda interna, pues la demanda externa, particularmente, de bienes producidos por empresas ligadas a los regímenes especiales, presentaría una menor contracción en términos reales¹⁶.

La demanda interna se estima presentará una contracción de 5,1%, mayor a la prevista en la primera revisión del PM 2009-10. Este comportamiento es consecuencia de una expansión de los gastos de consumo final pero una fuerte contracción en la formación bruta de capital.

El consumo final (público y privado) tendría un crecimiento de 1,8%, similar a la tasa prevista en la primera revisión del PM 2009-10. Lo anterior como consecuencia de una expansión en el consumo público (4%) debido a la política anticíclica aplicada por el Gobierno Central, y un incremento de 1,5% en el gasto en consumo de los hogares. Este último estaría sustentado en el comportamiento de los salarios reales, que se espera crezcan, en promedio, 3,7% en el 2009 (el mayor porcentaje registrado desde 1998), como resultado del proceso de rápida desaceleración en el ritmo de inflación.

La formación bruta de capital, sin embargo, presentaría una contracción significativa (-24,1%), pese al impulso de la inversión pública (18,3%), donde las nuevas construcciones públicas estarían aumentando un 27,8%¹⁷ en el 2009. La caída en la inversión privada estaría determinada por: i) un ajuste importante en los inventarios de las empresas, para adaptar sus balances a las nuevas condiciones económicas y financieras; ii) el impacto de la reducción en la IED y; iii) la posposición de inversiones por parte de empresas y familias debido a la incertidumbre, expectativas desfavorables y condiciones financieras más ajustadas.

En línea con el comportamiento de la demanda global, se estima que las importaciones de bienes experimentarían un descenso de 13,0% a precios constantes, concentrado en maquinaria y equipo, materias primas y bienes de consumo duradero. Las importaciones de servicios se contraerían 16,0%, principalmente, las relacionadas con el transporte de mercancías y el turismo.

Por su parte, el ingreso nacional disponible experimentarían en el 2009 un leve incremento (0,2%), explicado principalmente por la mejora en los términos de intercambio (4,7%), que más que compensaría el efecto

¹⁶ Los servicios de exportación se ajustan a la baja, consistentemente con la evolución de la producción de las industrias relacionadas con el turismo y el transporte de mercancías mencionado anteriormente.

¹⁷ Esta tasa corresponde al crecimiento del valor total de la inversión en activos fijos.

negativo de la contracción económica.

Finalmente, para el 2010 se espera que el PIB crezca en términos reales un 2,6%. Este resultado considera un mejor desempeño económico de los principales socios comerciales del país, que favorecería el comportamiento de industrias que en el 2009 muestran tasas de variación negativas, tales como la manufactura (1,3%) y el comercio, restaurantes y hoteles (1,0%). Por su parte, las industrias de servicios, como los asociados a centros de llamadas y software, experimentarían un mayor dinamismo que en el 2009. Por componentes del gasto, esta proyección considera una recuperación de la demanda interna, cuya tasa de variación pasaría de -5,1% en el 2009 a 2,9% un año después. Este comportamiento estaría explicado, en buena medida, por la evolución del consumo final (2,5%), que estaría reflejando el efecto que sobre el ingreso real tendría el mayor nivel de producción.

En lo que respecta a la demanda externa, se prevé un crecimiento de 2,6% que estaría ligado a la recuperación de las ventas de bienes y servicios de las industrias antes señaladas. De manera consistente, las importaciones aumentarían 3,2% a precios constantes, debido a la reactivación de la actividad económica que impulsaría las compras de materias primas, bienes de capital, así como las destinadas al consumo final.

3.3. SECTOR EXTERNO

Ante la mejora observada en el balance comercial, se prevé que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en términos del PIB alcance 3,4% en el 2009, como resultado de una caída mayor en el valor de las compras externas; ello a pesar de la contracción en los flujos netos por concepto de turismo y del aumento en el valor unitario del "cóctel" de hidrocarburos. Para el 2010, consistente con un mejor entorno mundial y local, se prevé un repunte en el comercio exterior de bienes y se estima un déficit en cuenta corriente de 4,7% del PIB.

La menor brecha en el sector real de la balanza de pagos con respecto a lo observado en el 2008, en conjunto con la cancelación neta de pasivos del sector privado local y el incremento estimado en las reservas monetarias internacionales, serían elementos favorables desde la óptica de la vulnerabilidad externa del país en el mediano plazo.

Para el bienio 2009-10 se prevé que los flujos de IED serán más que suficientes para atender el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, el país podría acceder a flujos de capital suficientes para incrementar en el 2009 el saldo de los activos externos en poder del Banco Central en \$150 millones y mantenerlo sin cambios a fines del 2010.

Cuadro 5
Principales modificaciones de las proyecciones del sector externo

	2008	Primera revisión		Segunda revisión	
		2009	2010	2009	2010
A. Cuenta corriente (% del PIB)	-9,2%	-4,9%	-5,4%	-3,4%	-4,7%
B. Bienes y servicios (variación interanual)					
Exportaciones totales	1,8%	-13,1%	1,5%	-8,1%	3,9%
Exportaciones regulares	11,4%	-10,6%	2,4%	-10,7%	5,9%
Turismo receptivo	5,5%	-5,0%	3%	-9,6%	1,4%
Importaciones totales	18,6%	-18,1%	3,4%	-19,2%	6,7%
Importaciones regulares	24,0%	-19,5%	4,7%	-23,3%	9,1%
Valor unitario petróleo	40,9%	-45,6%	16,7%	-39,3%	25,4%
Precio promedio barril petróleo (en dólares) ^{1/}	110,3	60,0	70,0	67,0	84,0
C. Renta (Millones \$)	-389	-460	-560	-495	-637
D. Inversión Extranjera Directa (millones \$)	2.016	1.300	1450	1.300	1450
E. Resto de capital privado (millones \$)	421	1	-18	-295	-245
F. Reservas Monetarias Internacionales (millones \$)	-348	0	0	150	0

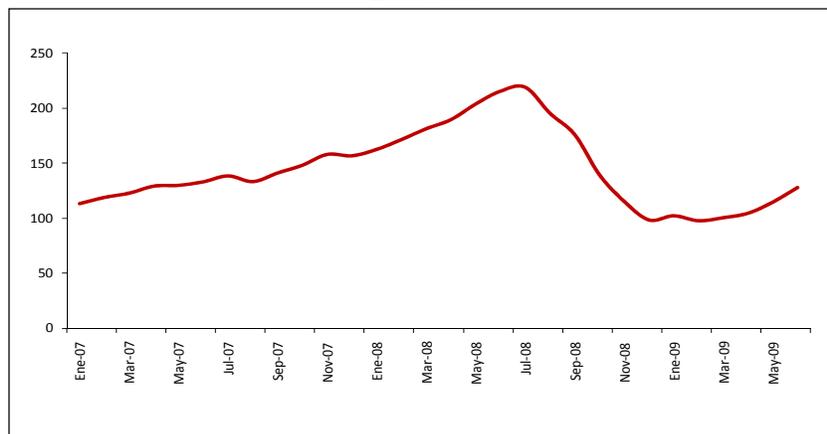
^{1/} Corresponde al precio de barril de cóctel de hidrocarburos.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

3.4. PRECIOS

Si bien la desaceleración de la inflación en el primer semestre del 2009 fue más rápida de lo previsto, en los próximos meses se espera que elementos muy puntuales dominen la evolución de la inflación y ubiquen el crecimiento anual del IPC en un rango entre 4% y 6% a diciembre del 2009. Entre los elementos que estarían determinando esta estimación destacan los siguientes:

- i. El repunte en la cotización de materias primas importadas¹⁸ (gráfico 6), que se empezó a observar en el precio de ciertos granos básicos y del petróleo, cuyo efecto directo (al alza) históricamente ha tendido a darse con relativa rapidez sobre el precio de rubros específicos de la canasta del IPC.
- ii. Ajustes en el precio de bienes y servicios regulados, que presentan un componente inercial importante; un ejemplo es el ajuste recientemente solicitado para la tarifa del agua.
- iii. El eventual efecto traspaso del incremento en el tipo de cambio hacia los precios al consumidor (aunque se estima puede ser en menor grado que en años previos¹⁹).
- iv. Ajustes de carácter estacional en el precio de algunos productos agrícolas, tal y como ha ocurrido en los últimos cinco años.

Gráfico 6
Nivel del Índice de Precios de Materias Primas en el mercado internacional
- 2005=100-



Fuente: <http://www.indexmundi.com> y Bloomberg.

No obstante lo anterior, también se reconoce que las condiciones actuales de la economía costarricense, el menor efecto inercial en la fijación de algunos precios (por ejemplo, salarios mínimos), así como la reducción en las expectativas de inflación podrían, en el segundo semestre del año, tener incidencia en el proceso de formación de precios y moderar el comportamiento inercial que suelen presentar algunos componentes del IPC.

Cabe agregar que algunos indicadores de percepción empresarial así como proyecciones para finales del 2009 señalan valores para la inflación que se ubican dentro del rango previsto en este escenario: por un lado, los resultados obtenidos en la última "Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial"²⁰ señalan que, en promedio, las industrias consultadas consideran que para todo el 2009 estarían experimentando un aumento en sus costos de operación en el orden de 2,2% y un ajuste en el precio de sus productos de 4,8%; por otra parte, el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral²¹ proyecta una inflación interanual para el cuarto trimestre del 2009 de un 4,9%.

4. ACCIONES DE POLÍTICA

La evolución de las principales variables macroeconómicas observada durante el primer semestre del 2009, así como las proyecciones antes presentadas, plantean como principal reto para la política monetaria del Banco Central, consolidar la tasa de inflación en torno a los niveles estimados para el 2009, siempre con el propósito de alcanzar en el mediano plazo inflaciones bajas, estables y convergentes a las que muestran los principales socios comerciales del país.

Dada la proyección de inflación a diciembre del 2009 (en un rango entre 4% y 6%), el objetivo del Banco Central es consolidar la reducción en el ritmo inflacionario observado en el 2009, por lo que se propone como meta a diciembre del 2010 una inflación anual de 5% (± 1 p.p.).

¹⁸ En el primer semestre del año la variación acumulada del Índice de Precios de Materias Primas, calculado por el Fondo Monetario Internacional, fue de 30% y de 66% en el caso del precio del petróleo (<http://www.indexmundi.com>).

¹⁹ Ver recuadro 2 del Informe de Inflación, junio 2009 <http://www.bccr.fi.cr/WebPages/Paginas/Documentos/InformeInflacionJunio2009.pdf>

²⁰ Realizada a un total de 1.200 empresas, entre el 6 y 10 de julio del 2009. Se obtuvo un grado de respuesta de 75%.

²¹ Documento de Investigación. DIE-08-2008-DI, BCCR. (<http://www.bccr.fi.cr/ndie>)

Para ello el Banco Central continuará con los esfuerzos por mejorar el canal de transmisión de la política de tasas de interés, procurando realizar en el segundo semestre del 2009 una participación oportuna en el mercado de negociación de liquidez.

En materia cambiaria mantiene en el corto plazo su compromiso con los parámetros de la banda cambiaria, como parte del proceso de migrar de manera gradual y ordenada, hacia un régimen de mayor flexibilidad y con ello ampliar los espacios para el uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria. Lo anterior como parte del proceso de migración hacia un esquema monetario de metas de inflación.

Como economía pequeña y abierta, nuestro país está expuesto a choques externos como el comportamiento de la actividad económica internacional y la evolución de las cotizaciones de las materias primas en el mercado mundial. Por esta razón el Banco Central seguirá de cerca la situación internacional, la evolución y proyecciones de la inflación y reitera su compromiso de realizar los ajustes necesarios en la ejecución de sus políticas monetaria y cambiaria, en aras de alcanzar el objetivo inflacionario planteado. En el cuadro 6 se presentan las proyecciones de las principales variables macroeconómicas contempladas en la segunda revisión del PM 2009-10.

Cuadro 6
Principales variables macroeconómicas 2008-10

	2008	Primera revisión		Segunda revisión	
		2009	2010	2009	2010
Inflación – IPC (meta a diciembre)	13,9%	8,0% (±1 p.p.)	7,0% (±1 p.p.)	4%-6% ^{1/}	5,0% (±1 p.p.)
PIB Real (variación anual)	2,6%	-1,8%	2,1	-1,3%	2,6%
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real (variación anual)	1,4%	0,1%	0,6%	0,2%	1,9%
Cuenta corriente (% PIB)	-9,2%	-4,9%	-5,4%	-3,4%	-4,7%
Balanza comercial (% PIB)	-19,0%	-13,9%	-14,3%	-12,4%	-13,7%
Liquidez (variación interanual)					
- Moneda Nacional	11,8%	10,9%	9,9%	13,5%	14,2%
- Moneda extranjera (en dólares)	26,1%	10,9%	4,4%	16,0%	12,4%
Crédito Sector Privado (variación interanual)					
- Moneda Nacional	25,9%	4,6%	4,8%	4,3%	12,6%
- Moneda extranjera (en dólares)	25,1%	4,8%	4,8%	3,0%	7,5%
Resultado Financiero SPG (% PIB)	0,1%	-3,7%	-3,4%	-4,5% ^{2/}	-3,9% ^{2/}

^{1/} Estimación a diciembre del 2009.
^{2/} Incluye una estimación pasiva del Banco Central para el déficit del Gobierno Central, de 3,8% para el 2009 y de 3,4% para el 2010.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica.

5. BALANCE DE RIESGOS

Las proyecciones macroeconómicas anteriores 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 sus acciones de políticas monetaria y cambiaria.

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

- i. La evolución de la economía mundial, en especial de la estadounidense cuya recuperación todavía no es muy clara pese a la estimación más favorable publicada recientemente por el FMI, aún mantiene perspectivas de contracción para lo que resta del año y es hasta en el 2010 cuando los pronósticos de recuperación se traducirán en una mejora de los indicadores de la producción local.
- ii. Cotizaciones de las materias primas mayores a las previstas, en particular, del petróleo²² y de los granos básicos, tendría un efecto directo e inmediato sobre los precios domésticos y el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos.
- iii. Las proyecciones contemplan un deterioro del resultado financiero del sector público por la ejecución de políticas anticíclicas. En la medida que la economía se recupere podría esperarse que el déficit fiscal se reduzca; si esto no ocurre y el desbalance es mayor al previsto, su financiamiento podría

²² Para el segundo semestre del 2009 se supone un precio promedio de barril de cóctel de hidrocarburos de \$76, consistente con un precio de barril de crudo de \$70.

generar un efecto "estrujamiento", con presiones sobre tasas de interés domésticas y menor disponibilidad de recursos para financiar las operaciones del sector privado.

Ante este panorama, es importante reiterar que el Banco Central adoptará de manera oportuna las medidas requeridas para mantener los niveles adecuados de liquidez en el mercado financiero y propiciar que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos converjan hacia la meta de inflación de mediano plazo. De esta manera se estaría contribuyendo al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, condición necesaria para reactivar el crecimiento económico.