

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el **literal A., artículo 5** del acta de la **sesión 5449-2010**, celebrada el 27 de enero del 2010,

resolvió, en firme:

Aprobar el Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2010-2011, en los términos consignados en el oficio DEC-AAE-013-2010, del 27 de enero del 2010, cuyo texto se copia a continuación:

**PROGRAMA MACROECONÓMICO
2010-11
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA
ENERO 2010**

Junta Directiva

Presidente

Dr. Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez

Ministra de Hacienda

Lcda. Jenny Phillips Aguilar

Vicepresidente

MEE José Eduardo Angulo Aguilar

Directores

Dr. Bernal Jiménez Chavarría

Lic. Rodrigo Oreamuno Blanco

Lcda. Silvia Charpentier Brenes

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.

En cumplimiento de lo anterior y con base en el diagnóstico de la situación económica del 2009 y las perspectivas económicas para el bienio 2010-11, se plantea el objetivo inflacionario para estos dos años.

En materia de política monetaria las acciones continuarán dirigidas a consolidar el proceso de desinflación observado a lo largo del 2009, con el fin de alcanzar en el mediano plazo inflaciones convergentes con las que muestran los principales socios comerciales del país. Por tanto, la Institución continuará con las medidas tendientes a adoptar una nueva estrategia de control de la liquidez, que permita que la tasa de interés constituya el principal instrumento de política monetaria.

Por su parte, en el campo cambiario mantendrá su objetivo de avanzar hacia una mayor flexibilidad cambiaria, en aras de incrementar la efectividad de la política monetaria.

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

¹ A partir del 2007 se denomina programa macroeconómico, cuya consistencia es evaluada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT). Para mayor detalle consultar el documento DIE-08-2008-DI en www.bccr.fi.cr/ndie



PROGRAMA MACROECONÓMICO 2010-11

1. INTRODUCCIÓN

Durante el 2009 la incertidumbre de los efectos de la crisis internacional sobre la evolución de la economía costarricense llevó al Banco Central a revisar con mayor frecuencia sus proyecciones macroeconómicas. La Institución realizó dos revisiones del Programa Macroeconómico aprobado en enero de ese año, con el propósito de ajustar sus acciones de política monetaria y cambiaria y de asegurar la consecución de su meta inflacionaria.

La primera de estas revisiones se hizo en el contexto de la suscripción de un Convenio de Derecho de Giro (“Stand-By”) con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en abril², en tanto que la segunda se realizó en julio. En esta última ocasión, dado que el proceso de desinflación se estaba gestando a una velocidad mayor a la prevista, se estimó que la inflación a diciembre del 2009, medida con la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicaría en un rango entre 4% y 6%, por debajo del objetivo planteado inicialmente (8% con un rango de tolerancia de un punto porcentual ± 1 p.p.) y, se anunció que las acciones de política estarían dirigidas a alcanzar una meta de inflación interanual de $5,0\% \pm 1$ p.p. a diciembre del 2010.

En esa oportunidad se indicó que el énfasis de las acciones de política del Banco Central estaría en tres áreas: i) 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 de acción a la política monetaria; ii) continuaría con los esfuerzos para que la tasa de interés constituya el principal instrumento de política monetaria y; iii) procuraría mantener el normal funcionamiento del sistema financiero ante los efectos que sobre éste pudiera tener la crisis financiera internacional.

En el 2009 la economía costarricense experimentó un proceso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos, particularmente en inflación y déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, ajustes que resultaron mayores a lo contemplado en la programación macroeconómica. Además, a partir del segundo semestre³ la producción inició un proceso de recuperación gradual, por lo que se estima una contracción económica de 1,3% en el 2009, relativamente moderada si se le compara con

² Esta operación por \$735 millones formó parte de las medidas de carácter precautorio tomadas por el país (“blindaje financiero”) para mejorar su capacidad de respuesta ante los eventuales efectos desfavorables de la situación económica mundial, principalmente, en lo relacionado con la posición de la balanza de pagos del país. En el 2009 Costa Rica no requirió utilizar estos recursos.

³ Si bien ya en el segundo trimestre del año los indicadores de producción señalaban un menor ritmo de caída, es hasta en la segunda parte del año que los signos de recuperación son más claros.

lo observado en otros países latinoamericanos. Estos resultados se dieron en un entorno de estabilidad y solidez del sistema financiero, que a lo largo del año no presentó signos de contagio de la crisis financiera global.

En este contexto, el principal reto de política para el Banco Central es precisamente consolidar el proceso de desinflación observado en el 2009, con el fin de alcanzar en el mediano plazo niveles de inflación convergentes con los que muestran los principales socios comerciales del país. Así, el Programa Macroeconómico 2010-11 plantea como objetivo alcanzar una tasa de inflación interanual en diciembre del 2010 de 5% (± 1 p.p.) y en diciembre del 2011 de 4% (± 1 p.p.).

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA DURANTE EL 2009

2.1. Economía internacional

La crisis económica mundial llevó en el 2008 a una caída en el nivel de actividad de las economías desarrolladas y a una desaceleración significativa en las emergentes. En el transcurso del primer semestre del 2009, ante la incertidumbre con respecto a la magnitud y evolución de este fenómeno, las proyecciones para el crecimiento mundial fueron cada vez más pesimistas. Posteriormente, la revisión constante de las perspectivas mundiales mostró una evolución menos desfavorable para la actividad económica, una baja tasa de inflación global⁴ y una mejora en las condiciones de los mercados financieros.

Cuadro 1
Evolución de las proyecciones de crecimiento para 2009-11
-Tasas anuales-

	Fecha de publicación del WEO						
	nov-08	ene-09	mar-09	abr-09	jul-09	oct-09	ene-10
2009							
Mundial	2,2%	0,5%	-1,0% a -0,5%	-1,3%	-1,4%	-1,1%	-0,8%
Estados Unidos	-0,7%	-1,6%	-2,6%	-2,8%	-2,6%	-2,7%	-2,5%
2010							
Mundial	3,8%	3,0%	1,5% a 2,5%	1,9%	2,5%	3,1%	3,9%
Estados Unidos	1,5%	1,6%	0,2%	0,0%	0,8%	1,5%	2,7%
2011							
Mundial	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,3%
Estados Unidos	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,4%

Fuente: World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional.

⁴ Mundialmente se observó una reducción de las presiones inflacionarias, asociada con la contracción de la demanda interna ante el deterioro de las expectativas de hogares y empresas.

Particularmente, el FMI publicó en enero del 2010 una proyección de -0,8% de variación para la producción mundial en el 2009, en buena medida determinada por decrecimientos inferiores a los proyectados inicialmente para países desarrollados como Estados Unidos y los de la Eurozona⁵, así como por la evolución positiva de economías emergentes, en especial China e India.

Entre los factores que contribuyeron a mejorar las perspectivas de crecimiento económico global destacaron los siguientes:

- El comportamiento de la producción en economías desarrolladas y emergentes favorecido, en buena medida, por la reversión del ciclo de inventarios, la relativa estabilidad en el consumo y mejores condiciones financieras asociadas con una mayor disponibilidad de liquidez.

Específicamente, en Estados Unidos la actividad económica se expandió a una tasa anualizada de 2,2% en el tercer trimestre, la primera variación positiva en cuatro trimestres consecutivos, siendo además el consumo privado el componente más dinámico. Las economías de la zona del euro también mostraron una evolución favorable (con una tasa anualizada del tercer trimestre de 1,5%), reflejo de la mejora en las exportaciones y en el consumo en algunos de sus países miembros. Así mismo, economías emergentes como China, mostraron proyecciones revisadas progresivamente al alza (la tasa anualizada del tercer trimestre fue de 7,7%).

- La mejora en los flujos de comercio mundial en el últimos meses del 2009, luego de la significativa contracción que experimentaron las exportaciones globales en el período octubre 2008-marzo 2009. A partir del segundo trimestre tendió a desacelerarse su ritmo de caída interanual⁶ como resultado, en buena medida, de las políticas de apoyo macroeconómico ejecutadas en varios países.

- El aumento en los precios de las materias primas, aún cuando estos continuaron por debajo de los máximos observados a mediados del 2008. Si bien en algunos casos existen problemas de oferta en el corto plazo,



1/ Información de 70 países, que en el 2006 aportaron un 92% al valor de las exportaciones mundiales.

Fuente: Organización Mundial del Comercio. www.wto.org

⁵ La Eurozona o zona del euro es el conjunto de estados miembros de la Unión Europea que han adoptado el euro como moneda oficial (hasta ahora 16 Estados), formando así una unión monetaria, a partir del 1 de enero de 1999.

⁶ Si bien en esta etapa de recuperación la información de los flujos de comercio es volátil, en el segundo semestre del 2009 se aprecian crecimientos mensuales en el valor de las exportaciones globales. Este comportamiento se mantiene al expresar el indicador en medias móviles trimestrales.

las perspectivas de recuperación económica han tenido un peso importante en este comportamiento.

- El compromiso externado por economías desarrolladas, en cuanto a mantener los estímulos macroeconómicos para compensar la debilidad del consumo privado y de actuar de manera coordinada cuando se requiera revertir esos estímulos, se estima favoreció la reducción de la aversión al riesgo en los mercados financieros y la formación de expectativas favorables sobre la recuperación económica⁷.

A pesar de este mejor panorama, existe coincidencia entre los analistas internacionales de que persisten riesgos importantes, por cuanto la recuperación económica no ha sido homogénea y sigue dependiendo en buena medida de los estímulos fiscales y monetarios, en especial en economías desarrolladas y emergentes⁸. Ello introduce preocupaciones adicionales, por cuanto un retiro prematuro de estas políticas puede frenar la recuperación, pero si se retrasa puede derivar en presiones inflacionarias y en el surgimiento de burbujas en los precios de diversos activos.

El FMI considera que las perspectivas positivas de crecimiento mundial se mantendrán, con tasas revisadas también al alza, de 3,9% y 4,3% para el 2010 y 2011, en ese orden. Más puntualmente para el caso de los principales socios comerciales del país las estimaciones contempladas en el presente ejercicio se presentan en el cuadro adjunto.

Cuadro 2
Perspectivas de crecimiento para el 2010-11
según muestra de países ^{1/}

	2010	2011
Estados Unidos	2,7%	2,4%
Países Zona del Euro	1,0%	1,6%
China	10,0%	9,7%
Japón	1,7%	2,2%
Economías emergentes	6,0%	6,3%

1/ Según publicación WEO de enero del 2010.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

⁷ Según las publicaciones de diferentes analistas internacionales, las condiciones en los mercados financieros internacionales mejoraron en el último trimestre del 2009 y presentaron aumentos en los indicadores bursátiles y disminuciones en los premios por riesgo. Además, en los últimos meses del 2009 se observó un incremento en los flujos de capital hacia economías emergentes, en buena medida atraídos por un mejor rendimiento relativo. Esto plantea la preocupación acerca de los efectos que estos capitales puedan tener en el precio de los activos y su reacción ante un endurecimiento de la política monetaria en los países desarrollados.

⁸ Las tasas de interés de política monetaria de varios países desarrollados continúan en mínimos históricos y sus bancos centrales han señalado que las mantendrán en niveles bajos por un período prolongado.

2.2. La economía costarricense

2.2.1. Nivel de actividad económica

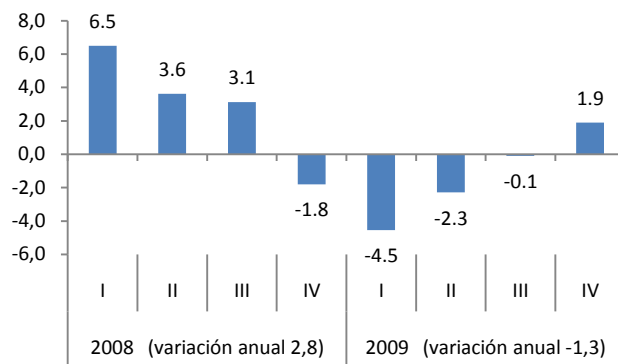
En el 2009 el Producto Interno Bruto (PIB) a precios constantes se estima disminuyó un 1,3%, en un contexto internacional recesivo en razón de los efectos de la crisis económica mundial, entorno del cual Costa Rica no estuvo ajena por su condición de economía pequeña y plenamente integrada al comercio internacional.

En el 2009 es posible identificar dos fases en la evolución del PIB. El impacto de la crisis fue más severo en los primeros seis meses del año, en tanto que la segunda mitad presentó claros signos de recuperación. Los indicadores disponibles sugieren que en ese primer período se concentró la fase contractiva, con un producto que disminuyó en términos anuales 3,4%; en tanto que en la segunda mitad el nivel de actividad mostró una recuperación (0,9%).

El comportamiento de los primeros seis meses del 2009 estuvo explicado, principalmente, por las industrias manufacturera y agropecuaria. En el primer caso, su producción se contrajo un 9,7% con respecto a igual lapso del año previo, debido a la reducción en las ventas externas así como a la menor demanda interna de bienes manufacturados (finales e intermedios) ante la contracción de actividades como la construcción y la agropecuaria.

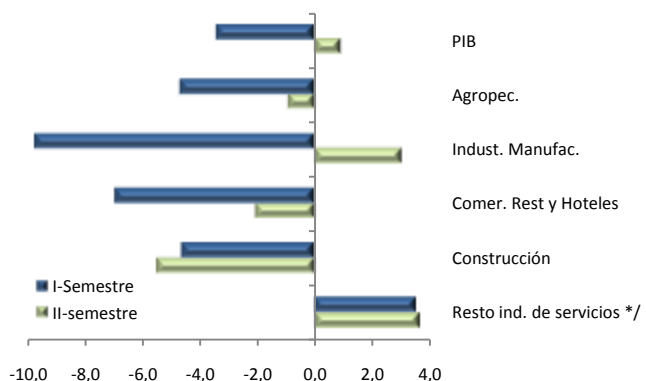
Por su parte, la industria agropecuaria presentó una reducción interanual de 4,7%, explicada por condiciones climatológicas que afectaron adversamente las cosechas (a finales del 2008 e inicios del 2009) y por el incremento en los costos de producción.

Gráfico 2
Producto Interno Bruto a precios constantes
-Tasas interanuales en porcentajes-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 3
Valor Agregado de las principales industrias en el 2009
-Tasas interanuales en porcentajes-



*/Incluye los servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones; Intermediación financiera, actividades inmobiliarias, servicios prestados a empresas, servicios de administración pública; servicios comunales, sociales y personales.

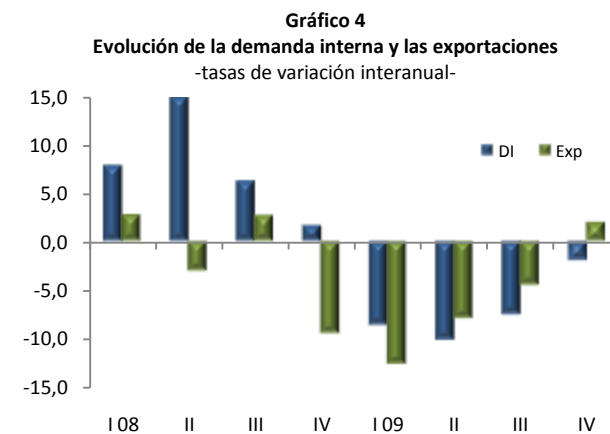
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La recuperación económica del segundo semestre del año (0,9%) fue un proceso gradual, concentrado en el último trimestre, lapso en el cual se estima que el PIB creció un 1,9%. Este proceso estuvo liderado por la manufactura (con una tasa interanual de 3% en el segundo semestre), principalmente por la recuperación observada en las empresas amparadas a regímenes especiales y, en los últimos meses también por el comportamiento de la actividad agropecuaria (dada la recuperación en cultivos como el banano y la piña)⁹.

Desde la perspectiva de los componentes del gasto, la pérdida de dinamismo de la actividad económica en el 2009 se reflejó en una contracción tanto de la demanda interna (7,1%) como de las exportaciones (6,0%).

El comportamiento de la demanda interna estuvo explicado por la formación bruta de capital (-30,8%), en consonancia con la contracción del comercio mundial y el deterioro en los indicadores de confianza de los productores. Durante el 2009, para satisfacer la demanda las empresas hicieron uso de los inventarios acumulados en períodos anteriores, dada la disminución en la producción y en las importaciones. Este ajuste en los inventarios fue una de las estrategias seguidas por los empresarios para adaptar sus balances a las nuevas condiciones económicas y financieras. La

evolución de la formación bruta de capital fijo estuvo definida, en buena medida, por la caída en la adquisición de maquinaria y equipo (-17,7%), ya que el impulso positivo de la inversión pública¹⁰ compensó parcialmente la reducción que presentó el sector privado en el rubro “nuevas construcciones”.

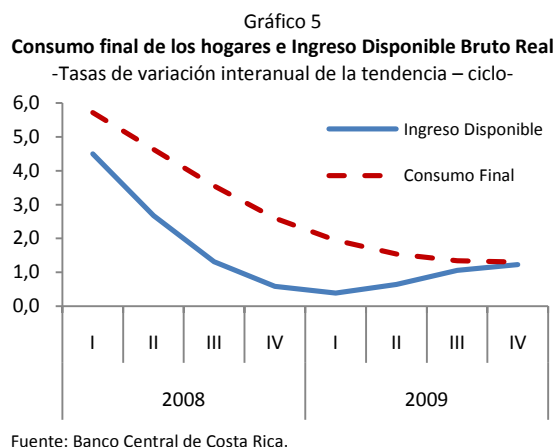


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁹ Cabe resaltar que en otras industrias se identificaron comportamientos disímiles. Mientras un conjunto de servicios siempre mostraron crecimientos, aunque a ritmos diferentes (por ejemplo, los servicios de comunicaciones, de salud y educación, así como la demanda externa por servicios empresariales), otras estuvieron deprimidas durante todo el período en comentario (construcción, comercio, restaurantes y hoteles).

¹⁰ Se estima que la inversión pública (en la forma de nuevas construcciones) aumentó un 25,3% en el 2009, ante la continuación de proyectos de carreteras, hidroeléctricos, telecomunicaciones y hospitalarios, entre otros.

Por su parte, el consumo final de los hogares creció un 1,5% en el 2009, ligeramente inferior al incremento poblacional. Este comportamiento es consistente con la variación del ingreso disponible (en términos reales), que si bien hasta el primer trimestre continuó la tendencia desacelerada del año previo, siempre registró variaciones positivas y tendió a recuperarse a partir del segundo trimestre. Esto es congruente con la teoría del Ingreso Permanente desarrollada por Milton Friedman, que señala que cuando el cambio en el ingreso se percibe como transitorio los hogares suavizan el consumo intertemporal¹¹.

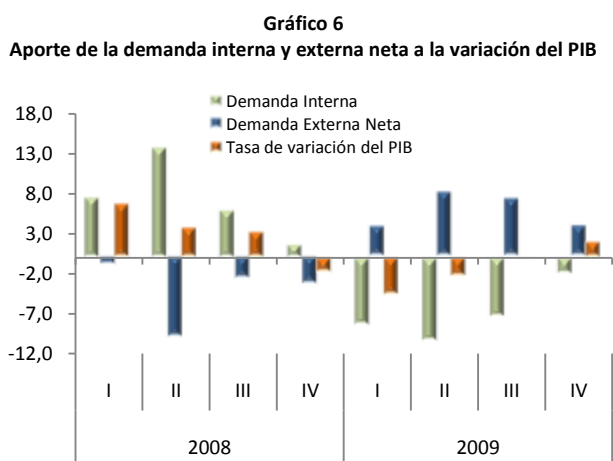


El gasto en consumo final del Gobierno General aumentó por mayores erogaciones en salud, educación y otros rubros de los servicios de administración pública.

En cuanto a la demanda externa, ésta mostró una reducción media anual de 10,2% durante los primeros seis meses del año, consecuencia del debilitamiento de la actividad económica mundial, que se tradujo en menores ventas de productos manufacturados y servicios de transporte y turismo.

En el segundo semestre del año la demanda externa dio señales de una desaceleración en el ritmo de caída de la actividad económica de los socios comerciales, al disminuir solo 1,7% con respecto a igual período del año previo. Lo anterior estuvo en línea con la evolución de la producción de las empresas amparadas a regímenes especiales de comercio y el incipiente dinamismo de los productos agrícolas y de las empresas del régimen regular.

En lo que respecta a las importaciones de bienes y servicios, éstas se redujeron en términos reales a una tasa media anual de 16,5%, lo cual es consistente con el comportamiento de la demanda global descrito anteriormente, sobre todo con el mayor uso de inventarios observado durante todo el año.

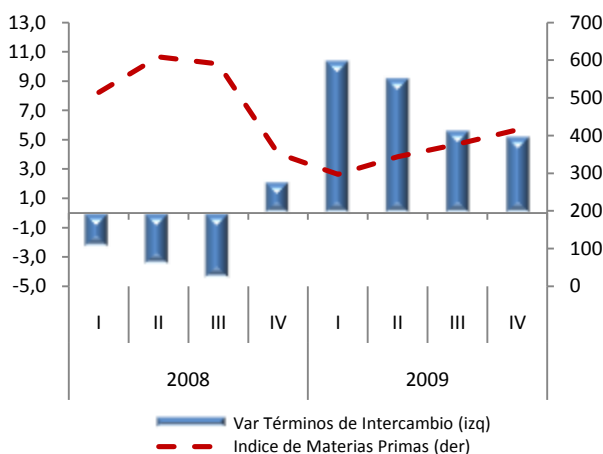


¹¹ Si el cambio se percibe como permanente el impacto sobre el nivel de consumo presente sería mayor.

Si se analiza el impacto de la crisis internacional sobre la demanda externa neta (exportaciones menos importaciones), se puede observar que este es uno de los principales determinantes de la fase más contractiva del ciclo. Sin embargo, dada la recuperación del comercio mundial, fue también la demanda externa la que impulsó la recuperación de la economía en la segunda mitad del 2009.

El ingreso nacional disponible mostró en el 2009 un incremento de 1,0%, debido a que la contracción en el nivel de actividad fue compensada por la mejora en los términos de intercambio (7,3%). Sobre este último aspecto cabe indicar que en el 2009 el país experimentó una reducción importante en el precio de las materias primas importadas, principalmente, por el comportamiento del precio de los hidrocarburos¹². Aunado a ello, aunque los precios de los bienes y servicios de exportación se contrajeron, lo hicieron a tasas menores que las observadas en las importaciones. El impacto de los términos de intercambio sobre el ingreso tuvo su mayor incidencia en el transcurso del primer semestre del 2009; la ganancia se redujo conforme repuntaron los precios internacionales de las materias primas a finales del año (período en el cual también inició la recuperación económica).

Gráfico 7
Variación de términos de intercambio y
precios internacionales de materias
primas



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.2.2. Balanza de pagos

Las transacciones con el sector externo reflejaron los efectos del complejo entorno mundial, tanto en el ámbito de las transacciones reales como en las de capital y financieras. En términos generales, la dinámica externa activó una serie de ajustes que llevaron a una menor brecha negativa en el sector real de la balanza de pagos, inducida en parte por la mejora en la relación de términos de intercambio del país, que aunada a la reducción en el valor de las importaciones propiciaron una significativa corrección del desequilibrio externo.

Por su parte, aún con las restricciones de acceso al financiamiento externo, las transacciones de la cuenta de capital y financiera permitieron atender el déficit en cuenta corriente y acumular reservas monetarias internacionales.

¹² Según información reportada por RECOPE, en el 2009 el precio medio en dólares de los combustibles en los primeros tres trimestres presentó una reducción anual de 51,6%, 49,8% y 43,7%, en orden cronológico y creció un 16,7% en el último trimestre del año.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se estima alcanzó un 2,3% del PIB en el 2009¹³, significativamente inferior al 9,2% observado un año atrás. A pesar de los menores ingresos de ahorro externo, se fortaleció la capacidad de pago del país a partir de la reducción de los pasivos con el sector financiero foráneo y el incremento en las reservas monetarias internacionales.

Luego de mostrar un equilibrio en el primer semestre del 2009, la cuenta

corriente exhibió una brecha negativa de \$678 millones en la segunda parte del año. En este último comportamiento incidió, principalmente, la evolución de la balanza comercial, que reflejó tanto el mejor desempeño de la demanda externa como de la actividad económica local y el incremento en el precio de algunas materias primas, particularmente de los hidrocarburos (cuadro 4). Además, por estacionalidad, esta brecha tiende a ser mayor en la segunda parte del año, debido a que los ingresos por exportaciones de bienes y turismo se concentran en la primera mitad del año.

Particularmente, la brecha comercial disminuyó un 53,7% en el 2009 (en términos nominales) como resultado de la contracción de 24,6% en las compras externas de bienes, cuyo efecto compensó la caída de 7,4% en el valor de las exportaciones de bienes.

Es relevante destacar que en el 2009 el resultado de la balanza comercial estuvo condicionado por una mejora paulatina del poder adquisitivo de los principales demandantes externos de los bienes del país, que redujo la tasa de caída de las exportaciones de bienes y llevó a una menor contracción en el valor de las importaciones de bienes conforme transcurrió el año. En efecto,

Cuadro 3
Cuenta Corriente de la balanza de pagos
-Millones de dólares-

	2008			2009 ^{1/}		
	I semestre	II semestre	Total	I semestre	II semestre	Total
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,5%	-4,7%	-9,2%	0,0%	-2,3%	-2,3%
Ingresos	7.613	7.213	14.827	6.633	6.999	13.633
Bienes (FOB)	4.933	4.621	9.554	4.321	4.530	8.851
Servicios	2.115	2.031	4.146	1.893	2.003	3.896
De los cuales: Viajes	1.253	1.032	2.285	1.100	974	2.074
Renta y transferencias	566	561	1.126	419	466	885
Egresos	8.956	8.625	17.581	6.623	7.677	14.300
Bienes (CIF)	7.649	7.568	15.217	5.299	6.174	11.473
Servicios	604	642	1.245	529	692	1.221
Renta y transferencias	704	415	1.118	795	811	1.606
Cuenta corriente	-1.343	-1.412	-2.754	10	-678	-667
Bienes	-2.716	-2.947	-5.663	-978	-1.644	-2.622
Servicios	1.511	1.389	2.900	1.364	1.311	2.675
Renta y transferencias	-138	146	8	-376	-345	-721

1/ Estimación.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 4
Precio medio en dólares del barril de "cóctel" de hidrocarburos

	I semestre	II semestre	Anual
2008	119,1	99,8	110,3
2009	58,1	77,1	67,9

Fuente: Refinadora Costarricense de Petróleo.

Cuadro 5
Comercio exterior de bienes
-Tasas de variación anual-

	2009		
	I semestre	II semestre	Total
	Nominal		
Exportaciones	-12,4%	-2,0%	-7,4%
Importaciones	-30,7%	-18,4%	-24,6%
	Real		
Exportaciones	-10,9%	-1,5%	-6,3%
Importaciones	-21,0%	-13,5%	-17,3%

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹³ El segundo más bajo desde 1966, sólo superado por el 2,2% de 1996.

entre el primer y segundo semestre se dio una reducción en la tasa de caída tanto del valor de las exportaciones como de las importaciones de bienes, a pesar del incremento en el precio medio de materias primas¹⁴.

La cuenta de servicios registró en el 2009 un superávit inferior al del año previo, consecuencia de la menor actividad turística receptiva. No obstante, este comportamiento fue compensado, por el buen desempeño de los centros de servicios y asesorías a empresas, los cuales experimentaron una evolución contra cíclica dado el incremento en el número de empresas dedicadas a esta industria. Asimismo, el balance neto de la renta y las transferencias corrientes pasó de un superávit en el 2008 a un déficit un año después; resultado en el que influyó el incremento en los pagos por uso de factores de producción pertenecientes a no residentes.

Por otra parte, los flujos netos de capital resultaron inferiores respecto al 2008, en especial por la reducción en el financiamiento neto canalizado al sector privado. Sobresalió en el primer semestre del 2009 la cancelación de \$300 millones por concepto de títulos de deuda externa del Gobierno de la República (“eurobonos BDE-09”).

Cuadro 6
Cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos
-Millones de dólares-

	2008			2009		
	I semestre	II semestre	Total	I semestre	II semestre	Total
Flujos netos de capital	1.547	859	2.406	120	808	928
Flujos netos de capital/PIB	5,2%	2,9%	8,1%	0,4%	2,8%	3,2%
Transferencias de capital	2	5	7	11	21	33
Sector público (neto)	43	-32	11	-66	233	167
Sector privado (neto)	<u>1.502</u>	<u>886</u>	<u>2.387</u>	<u>175</u>	<u>553</u>	<u>728</u>
Inversión extranjera directa	1.164	857	2.021	607	693	1.300
Resto de capital privado ^{1/}	338	29	366	-433	-140	-572

^{1/} Incluye errores, omisiones y capital no determinado.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En lo referente a las operaciones del sector privado destacó la reducción de los pasivos de la banca comercial con el resto del mundo por alrededor de \$920 millones, así como la cancelación neta de pasivos del sector privado no financiero cercana a \$190 millones¹⁵.

La reducción en los flujos netos de capital estuvo concentrada en el primer semestre del año y, especialmente de aquellos canalizados al sector privado residente, manifiesto en una disminución de pasivos del sector bancario por alrededor de \$500 millones y de las unidades institucionales del sector privado no financiero que realizaron pagos netos al resto del mundo por cerca de \$320 millones. Esta estrategia financiera de los bancos comerciales continuó en la segunda parte del año en contraste con la aplicada por el sector privado no financiero que registró aumentos en los pasivos con no residentes.

En particular, los flujos de inversión extranjera directa (IED) resultaron consistentemente inferiores a lo largo del año respecto a los registrados en el 2008 y las operaciones financieras realizadas por los

¹⁴ Este comportamiento es acrecentado por un efecto base, dada la significativa reducción que mostraron los flujos de comercio exterior en el segundo semestre del 2008.

¹⁵ La información de la banca comercial está disponible al mes de noviembre, en tanto que la del sector privado no financiero a setiembre del 2009.



residentes implicaron aumentos en la tenencia de instrumentos de deuda y acciones emitidos por el resto del mundo, como una opción de diversificación de sus carteras de inversión financiera. Por su parte, datos preliminares a setiembre del 2009 sugieren que durante ese año el sector privado no financiero repatrió parte de los recursos depositados en entidades financieras alrededor del mundo.

El balance neto de las transacciones reales y financieras con el resto del mundo llevó a un incremento en el saldo de las reservas monetarias internacionales (RIN) en poder del Banco Central de \$267 millones. En el caso de la banca comercial, con información a noviembre del 2009 ésta presentó un incremento en las reservas de \$1.041 millones con respecto al saldo registrado en diciembre del 2008.

Durante el 2009 las RIN en poder del Banco Central aumentaron en \$136,7 millones y \$130,5 millones en el primer y segundo semestre, respectivamente. En el primer lapso influyó el incremento en los depósitos por encaje de las entidades financieras, en tanto que el registro de la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) por parte del FMI determinó el resultado del segundo semestre del año¹⁶. Por su parte, la estrategia de la banca comercial de reducir los pasivos externos de corto plazo con no residentes derivó en un aumento del saldo de los activos de reserva, concentrado en la primera parte del año (aumentaron \$861 millones). Lo anterior dado que la principal fuente de los recursos canalizados al pago de pasivos con el resto del mundo de las entidades financieras fue la captación doméstica en moneda extranjera y la recuperación de créditos en moneda extranjera canalizados a las unidades institucionales residentes.

Así, en el 2009 el saldo de reservas internacionales netas (RIN) del Banco Central y del Sistema Bancario Nacional (SBN) ascendió a \$4.067 millones (13,9% del PIB) y \$4.913 millones (16,8% del PIB), respectivamente. En particular, el monto de las RIN del Banco Central fue equivalente a 5,7 meses de las compras externas de bienes regulares, suficiente para atender 1,9 veces la base monetaria.

En resumen, durante el 2009 las fuentes de financiamiento externo, tales como la inversión extranjera directa y el turismo receptivo, experimentaron una importante contracción; sin embargo, esta evolución no provocó presiones cambiarias (hacia el alza) dado que, como se comentó con anterioridad, el déficit en cuenta corriente disminuyó proporcionalmente más, lo que inclusive permitió que aumentaran las reservas monetarias en poder del Banco Central.

¹⁶ La Junta de Gobernadores del FMI aprobó el 7 de agosto del 2009, una asignación general de DEG por el equivalente a \$250.000 millones para proporcionar liquidez al sistema económico mundial y, de esta forma, complementar las reservas de divisas de los países miembros. Esta asignación benefició a los países miembros del FMI en forma proporcional a sus cuotas con ese organismo. En el caso de Costa Rica la asignación correspondiente fue de 132,8 millones de DEG, aproximadamente \$208 millones al tipo de cambio vigente en el momento de la transacción. Cabe señalar que esta asignación de DEG no formó parte del Acuerdo Stand-By firmado con el FMI.

Además, en este período el país incrementó el aporte al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) en \$31,1 millones, con lo cual el aporte total ascendió a \$189,2 millones. Según las recomendaciones metodológicas internacionales el aporte al FLAR es parte de otros activos externos con rendimiento del Banco Central, pero no un activo de reserva.



El resultado de la balanza de pagos fue congruente con el comportamiento mostrado por el tipo de cambio, que se despegó del techo de la banda, haciendo innecesaria la intervención del Banco Central en el mercado de divisas a partir del 12 de agosto del 2009.

2.2.3. Finanzas públicas

De acuerdo con información disponible al cierre del 2009¹⁷, se estima que el resultado financiero del Sector Público Global Reducido fue deficitario en un monto equivalente a un 4,3% del PIB. Particularmente, el balance del Gobierno Central presentó un marcado deterioro con respecto al observado en los dos años previos, al generar un déficit que se estima en 3,3% del PIB. Este resultado obedeció tanto a la menor recaudación tributaria como a la mayor expansión de los gastos gubernamentales, esto último como consecuencia de la política “contra cíclica” aplicada por el Gobierno para atenuar los efectos de la crisis internacional.

En los ingresos tributarios destacaron las variaciones negativas de los rubros de aduanas y renta, producto de la caída en el valor de las importaciones y de las menores utilidades generadas por las empresas.

Por su parte, el crecimiento en los egresos respondió al aumento en las remuneraciones¹⁸ y en las transferencias para programas sociales como: “Avancemos”, régimen de pensiones no contributivas y Fondo de Educación Superior. Asimismo, el gasto por concepto de intereses mostró variaciones positivas en la segunda parte del año, evidenciando el efecto del mayor endeudamiento requerido por la caída en la recaudación tributaria.

Por su parte, el Banco Central registró en el 2009 un déficit equivalente a un 0,8% del PIB (¢138.018 millones) calculado según metodología de cuentas monetarias, el cual fue superior en 0,6 p.p. al observado un año atrás (¢29.393 millones).

En términos generales, la evolución de las pérdidas del Banco Central estuvo determinada, principalmente, por los menores ingresos obtenidos sobre depósitos en el exterior, ante el efecto combinado del menor rendimiento de los activos externos y del menor saldo promedio mantenido¹⁹.

Cabe señalar que en el 2009 los gastos del Banco Central por obligaciones en moneda nacional mostraron un incremento relativamente bajo; debido a que el aumento en el costo medio de las operaciones de mercado abierto (OMA) fue compensado, en buena medida, por el efecto de la disminución en el saldo medio de OMA. Este comportamiento reflejó un menor requerimiento relativo de absorción monetaria, pues a diferencia de años previos, en el 2009 las operaciones del Banco Central en el mercado cambiario tuvieron un efecto contractivo, particularmente, en la

¹⁷ Se dispuso de cifras a diciembre para el Banco Central, a noviembre para el Gobierno Central y algunas entidades públicas y a octubre del 2009 para RECOPE, ICE y JPSSJ.

¹⁸ Debido entre otros al incremento salarial para el grupo de profesionales del Gobierno y al mayor nivel de contratación.

¹⁹ El saldo promedio de las reservas en el 2009 fue \$214,5 millones menos que el observado un año atrás, en tanto que la tasa de interés promedio fue inferior en 4,0 p.p.



primera parte del año, cuando la Institución vendió divisas para defender el límite superior de la banda cambiaria.

En lo que respecta al resto del sector público no financiero reducido²⁰, se estima que éste acumuló un déficit financiero equivalente a 0,2% del PIB, que contrasta con el superávit de 0,5% generado en el 2008. Esta desmejora respondió, principalmente, a los resultados de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS) y del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), entidades que incrementaron de manera importante los gastos de remuneraciones, compra de bienes y servicios y transferencias corrientes y, en el caso del ICE, también destacó la mayor adquisición de maquinaria y equipo.

En línea con estos resultados financieros, el saldo de la deuda pública total²¹ alcanzó a diciembre del 2009 los ¢7,1 billones (42,3% del PIB), lo que implicó un incremento de 2,9 p.p. respecto al saldo registrado a diciembre del 2008.

Al analizar la estructura de la deuda pública según deudor se observó un incremento de 2,6 p.p. en la participación relativa del Gobierno Central con respecto al cierre del 2008, en contraste con la menor participación del Banco Central (-4,8 p.p.). En particular, la razón de deuda total del Gobierno Central pasó de 24,6% a 27,5% del PIB, lo que representó un punto de inflexión en el comportamiento decreciente observado entre los años 2002 y 2008, lapso en el cual dicha relación se redujo en 16,0 p.p..

Cabe indicar que en la primera parte del año el Gobierno tuvo una mayor participación en el mercado de valores²² para atender sus requerimientos de financiamiento, pues en el segundo semestre del 2009 captó recursos por medio de negociaciones directas con algunas instituciones públicas y debido a la leve mejoría en la recaudación tributaria desaceleró la colocación de títulos mediante subastas en el mercado financiero.

²⁰ Incluye una muestra de 6 instituciones del sector público, a saber, CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPSSJ e ICAA.

²¹ Incluye la deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y algunas instituciones del resto del sector público.

²² Según las cifras del flujo de caja del Gobierno mientras en el primer semestre la colocación neta de títulos de deuda interna fue de ¢466.813 millones, durante el periodo julio – diciembre fue de ¢269.181 millones.

2.2.4. Mercado monetario, tasas de interés y tipo de cambio

En el 2009, el comportamiento del mercado monetario, de los diferentes mercados de negociación de dinero y del mercado cambiario, estuvo influenciado directamente por la evolución de la actividad productiva interna, las perspectivas de recuperación de la economía mundial y las políticas de gestión de pasivos de los principales emisores de deuda pública en el país.

La evolución de los agregados monetarios más líquidos reflejó una menor demanda por medios de pago (para fines transaccionales) en consonancia con el desempeño de la actividad económica y el mayor rendimiento en términos reales de los instrumentos financieros. La primera mitad del año mostró variaciones anuales muy bajas (incluso negativas) en estos indicadores, en tanto que su evolución en la segunda parte del 2009 reflejó el proceso de recuperación de la actividad económica; no obstante, las tasas medias de aumento continuaron siendo relativamente bajas e inferiores a las del crecimiento nominal del producto (6,9%).

Cuadro 7
Agregados Monetarios
-Tasas medias de variación anual –

	M1	M1 ampliado ^{1/}	Liquidez total	Riqueza financiera total
2007	38,0%	26,7%	17,6%	19,6%
2008	14,7%	16,6%	21,3%	14,5%
2009 ^{2/}	-2,2%	5,3%	21,1%	15,4%
I semestre	-5,6%	4,7%	22,4%	15,5%
I trimestre	-4,5%	7,1%	22,6%	15,1%
II trimestre	-6,7%	2,3%	22,3%	15,8%
II semestre	1,3%	5,9%	19,7%	15,3%
III trimestre	-2,4%	4,3%	21,7%	16,0%
IV trimestre	5,0%	7,5%	17,8%	14,6%

^{1/} Comprende el numerario en poder del público y los depósitos en colones y en moneda extranjera constituidos bajo las figuras de cuenta corriente, ahorro a la vista, cheques de gerencia y cheques certificados.

^{2/} Preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los agregados monetarios amplios, por su parte, crecieron en promedio a tasas iguales o superiores a las observadas un año atrás y por encima del crecimiento del PIB nominal. El incremento de estos indicadores estuvo explicado, entre otros, por: i) el traslado parcial de vencimientos de títulos de deuda externa del Gobierno en poder de residentes²³ a instrumentos financieros locales y, ii) a una eventual repatriación de capitales ante las bajas tasas de interés en el mercado internacional.

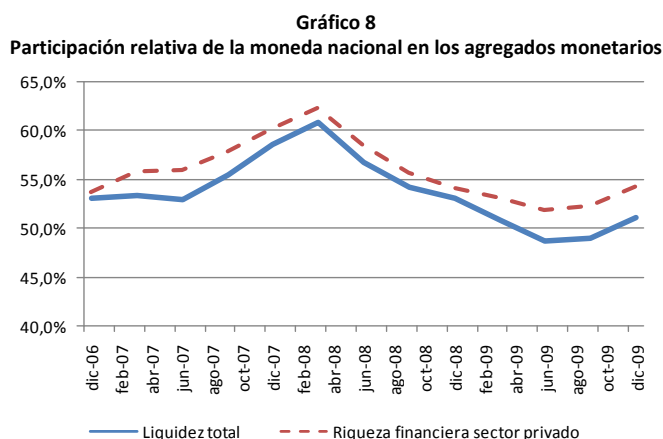
²³ En mayo del 2009 vencieron títulos del Gobierno colocados en el exterior por \$300 millones, de los cuales se estima que del 60% que estaba en poder de residentes, una parte fue canalizado hacia otras opciones de ahorro incluidos en este agregado monetario.

Por otra parte, como se aprecia en el gráfico 8, luego de que a partir del segundo trimestre del 2008 se reactivó el proceso de dolarización que se mantuvo hasta agosto del 2009, en los últimos meses del año se observó una mayor preferencia por instrumentos financieros denominados en colones producto de un mayor premio por ahorrar en moneda nacional²⁴, entre otros factores.

El repunte de los agregados líquidos y la preferencia por instrumentos en colones en los últimos meses del 2009, también reflejó en parte la mayor disponibilidad de recursos en el sistema financiero, ante la renovación parcial en setiembre y octubre del 2009 de vencimientos de deuda en colones del Banco Central.

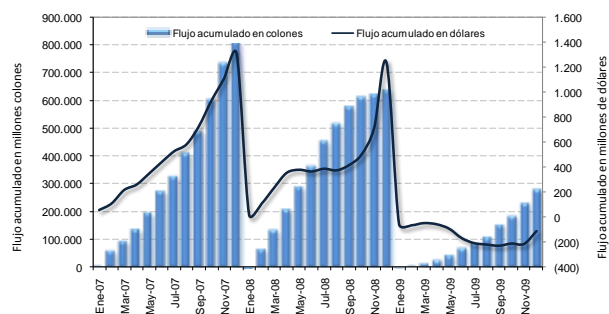
A pesar de la disponibilidad de fondos prestables por parte de la banca comercial (la liquidez total creció en promedio a tasas similares a las observadas en períodos previos), el crédito al sector privado presentó una importante desaceleración en el 2009 (crecimiento anual de 4,1%²⁵ contra 35,4% en el bienio previo). Este resultado fue explicado, entre otros elementos, por el menor ritmo de actividad económica, la incertidumbre de los agentes económicos sobre la evolución futura de la economía así como el establecimiento de condiciones más restrictivas para la concesión de préstamos por parte de la banca comercial.

En línea con la menor predictibilidad del tipo de cambio, el saldo de crédito al sector privado en el 2009 reflejó un proceso de desdolarización. El saldo de las operaciones en moneda nacional creció un 8,8%, en tanto que el crédito en moneda extranjera mostró una reducción de 1,8%, expresado en dólares.



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 9
Sistema Bancario Nacional: flujos de crédito al Sector Privado
- millones de colones y dólares -



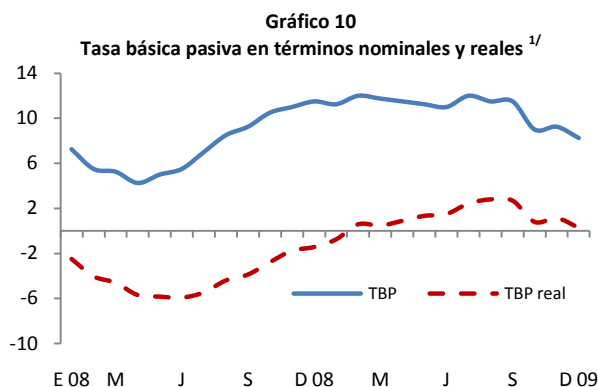
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁴ En el segundo semestre del año el premio por ahorrar en colones en promedio fue de 1,2%, en tanto que en la primera mitad se ubicó en 0,3% (incluso con valores negativos en algunos meses, comportamiento observado desde mayo del 2008). Se tomó como referencia el premio calculado con la tasa básica pasiva, la tasa de captación en dólares a seis meses plazo del Banco Nacional y la expectativa de variación cambiaria de la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio que realiza el Banco Central.

²⁵ Si se elimina el efecto cambiario esta variación es de 3,2%.

Por su parte, en el 2009 las tasas de interés mostraron dos fases diferentes, asociadas con la evolución de las expectativas de inflación y de variación cambiaria.

En el primer semestre, las tasas de interés pasivas mostraron en promedio un nivel similar al del cierre del 2008, lo que puso de manifiesto la decisión del Banco Central de mantener el carácter restrictivo de la política monetaria, por cuanto consideró que: i) la reducción observada en los precios no era un comportamiento generalizado, ii) se requería que las tasas de interés retornaran a niveles positivos en términos reales, iii) las expectativas de inflación se ubicaban por encima del objetivo inflacionario, iv) el mercado de negociación de divisas reflejaba presiones alcistas sobre el tipo de cambio y expectativas crecientes de devaluación, que llevaron al Banco Central a proveer divisas al tipo de cambio de intervención (límite superior de la banda cambiaria). Además incidió en este comportamiento, los mayores requerimientos de financiamiento del Gobierno Central.



1/ La tasa real se calculó tomando como referencia la expectativa de inflación para los próximos doce meses, de la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Durante el segundo semestre el panorama cambió, al desacelerarse las expectativas de inflación y las presiones cambiarias, tanto el Banco Central como el Gobierno redujeron sus tasas de interés de captación, principalmente en los instrumentos de corto plazo, lo que motivó a los intermediarios financieros a seguir dicho comportamiento.

La menor presión inflacionaria, tanto interna como externa y el menor efecto traspaso de las variaciones del tipo de cambio nominal a los precios internos, contribuyeron a disminuir las expectativas de inflación, lo cual permitió alinear las tasas de interés a ese entorno menos inflacionario.

Como resultado del comportamiento antes descrito, las tasas de interés pasivas en el sistema financiero registraron una caída respecto al nivel observado a finales del 2008, lo que se reflejó en la Tasa Básica Pasiva (TBP), que disminuyó 3,25 p.p. en el año. En el caso de las tasas de interés pasivas en dólares, dicha caída alcanzó los 2,5 p.p. en promedio.

El comportamiento de las tasas de interés, las expectativas de inflación y de variación cambiaria permitió que las tasas de interés se tornaran positivas en términos reales y que el premio por ahorrar en colones se mantuviera positivo, principalmente en la segunda parte del año.

En el segundo semestre (particularmente a partir del 12 de agosto), las decisiones de los agentes económicos en el mercado cambiario determinaron tanto el curso de las operaciones de moneda

extranjera como el nivel del tipo de cambio de la divisa estadounidense, cuya variabilidad²⁶ fue ligeramente mayor. El tipo de cambio promedio de MONEX cerró el año en ¢561,82, nivel inferior en ¢49 respecto al límite superior de la banda cambiaria, luego de 20 semanas sin intervención del Banco Central en este mercado.

2.2.5. Precios

La inflación, medida por la variación del IPC, se redujo significativamente durante el 2009 y se situó en el límite inferior del rango estimado para este año, contemplado en la segunda revisión del Programa Macroeconómico 2009-10 (4%-6%). La reducción del ritmo inflacionario quedó manifiesta también en la inflación de mediano y largo plazo (ISI), en los precios al productor industrial (IPPI), así como en las expectativas de inflación.

Cuadro 8
Evolución de indicadores de inflación

	Variación interanual				
	dic-08	mar-09	jun-09	Set-09	dic-09
IPC	13,9	12,3	8,2	4,8	4,0
ISI	14,0	12,7	9,8	6,1	4,0
IPPI	20,6	10,3	2,4	-6,8	-1,0
Expectativa de Inflación ^{1/}	12,2	10,3	8,5	7,7	7,3
	Variación acumulada anualizada				
IPC	13,9	3,4	2,4	3,9	4,0
ISI	14,0	4,8	4,1	4,3	4,0
IPPI	20,6	-14,9	-7,5	-1,8	-1,0

1/ Expectativa de variación del IPC para los próximos 12 meses, según la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos y Banco Central de Costa Rica.

En el caso particular del IPC el crecimiento interanual al término del 2009 fue el más bajo desde 1971; por su parte el IPPI registró la desaceleración más acentuada, lo que llevó a tasas interanuales negativas en el segundo semestre del año. Las expectativas de inflación para los próximos doce meses, aunque con una tendencia desacelerada, todavía se ubicaron por encima del rango meta de inflación para el término del 2010 (5,0% ±1 p.p.) establecido en la segunda revisión del Programa Macroeconómico 2009-10

La desinflación fue un fenómeno común en la mayoría de economías del mundo, debido al contexto de contracción o desaceleración de la actividad económica y de disminución de presiones de origen externo propiciada, en buena medida, por la reducción en los precios de los productos primarios en los mercados internacionales. La economía costarricense no estuvo ajena a esa tendencia de disminución de precios, hecho que se reflejó en un menor impacto de la inflación importada sobre la evolución de los precios internos.

²⁶ El coeficiente de variación de este indicador registró, entre el 12 de agosto y el 31 de diciembre del 2009 (período en el que el Banco Central no intervino en el mercado cambiario), una variabilidad de 1,87%, en contraste con 1,75% del lapso comprendido entre el 01 de enero al 11 de agosto del 2009.

A la baja presión por el lado de los precios internacionales de granos básicos y petróleo se unieron factores como los siguientes: i) la menor demanda interna por la contracción de la producción local, ii) los efectos de las acciones de política monetaria adoptadas desde el segundo semestre del 2008, cuando el comportamiento del mercado cambiario abrió espacios para incrementar las tasas de interés, iii) las expectativas de inflación se consolidaron en niveles inferiores a los del año previo, iv) la menor variación del tipo de cambio²⁷, v) la reducción del efecto traspaso del tipo de cambio y, vi) la mejora en la oferta de productos agrícolas que generó menores presiones en el precio de estos productos.

La contribución porcentual de los diferentes componentes de la canasta del IPC en la significativa desaceleración de la inflación durante el 2009 (9,9 p.p. con respecto al 2008) no fue homogénea. El principal aporte provino de los alimentos incluyendo las comidas y bebidas fuera del hogar (60,4%) y en segundo orden de importancia contribuyó el componente transable excluidos los alimentos y los bienes y servicios regulados (22%).

Específicamente, en los alimentos destacó la participación porcentual en la desaceleración de las hortalizas, leguminosas, tubérculos y frutas, con un 23,3%, y del pan, cereales y aceites con un 13,6%. El aumento en el rendimiento por área sembrada por condiciones climáticas favorables mejoró la oferta de productos agrícolas; mientras que la caída en las cotizaciones de los granos en el mercado internacional, el menor incremento en el tipo de cambio y la disminución del efecto traspaso de los ajustes en el tipo de cambio, aunado a las menores presiones de demanda interna permitieron la reducción ó menor crecimiento en los precios de alimentos procesados.

De acuerdo con las estadísticas del IPC, la inflación a lo largo del año se comportó de manera asimétrica entre los trimestres. Mientras en los dos primeros acumuló una variación de 1,2%, entre el tercero y cuarto sumó 2,8%.

La inflación acumulada durante el primer semestre respondió básicamente a la reducción en los precios en dos grupos del IPC: alimentos (-4,5%) y transporte (-6%). En el primero la disminución de precios se concentró en productos agrícolas, pan, cereales, carnes y aceites, en tanto que en el segundo fueron los precios de combustibles y del servicio de transporte público. El resto de grupos que conforman el IPC registraron en promedio crecimientos acumulados de 5,4%, cifra muy superior a la variación acumulada para el total del IPC (1,2%). Lo anterior puso de manifiesto que el proceso de desaceleración inició de manera intensa, pero asociado principalmente a la evolución de los precios de alimentos y combustible.

En el segundo semestre, si bien la inflación acumulada fue superior en 1,6 p.p. a la de la primera parte del año, fue posible identificar que un mayor número de grupos que componen el IPC mostraron crecimientos dentro del rango estimado para el término del año (entre 4% y 6%). En efecto, al anualizar la tasa acumulada de los grupos del IPC al término del primer semestre, siete de los doce grupos que conforman la canasta presentaron tasas iguales o inferiores al 6%, mientras que

²⁷ Tomando como referencia el tipo de cambio promedio compra-venta de diciembre de cada año, se observó una variación interanual de este indicador de 3,3% en el 2009 y de 10,3% un año atrás.



este mismo ejercicio para el segundo semestre señala que once de los doce grupos mostraron variaciones en torno o por debajo del 6%.

Los resultados mencionados en el párrafo anterior permiten inferir un cambio importante en la evolución de la inflación, ya que el proceso de desaceleración que experimentó fue más generalizado en el segundo semestre que en el primero. Esto es consistente con los resultados del estudio de medias truncadas del IPC, que ofrece una medición alternativa de inflación subyacente a la disponible con el Índice Subyacente de Inflación (ISI).

El nuevo indicador basado en medias truncadas del IPC, al igual que el ISI, constituye una medida de inflación en el largo plazo, relevante para la toma de decisiones de política monetaria. Los principales resultados de este estudio señalan que en el 2009 el proceso de reducción de la inflación se consolidó y fue generalizado, y que la inflación se estabilizó en niveles bajos de alrededor del 4% durante la segunda mitad del año. Un detalle sobre la metodología de cálculo del nuevo indicador de inflación subyacente y sus resultados se presenta en el siguiente recuadro.

Recuadro 1. Medias truncadas del IPC en el 2009, un indicador alternativo de inflación subyacente ^{1/}

Desde el punto de vista del accionar del Banco Central es importante diferenciar entre un cambio en precios e inflación, dos conceptos que por lo general tienden a confundirse.

Un cambio en precios es la variación en el valor monetario de algún producto o una muestra de ellos (el IPC por ejemplo), por su parte, la inflación debe entenderse como el aumento generalizado y sostenido en el nivel de precios de una economía. Así, la inflación relevante para la toma de decisiones de política monetaria es aquella que captura la tendencia de largo plazo en los precios, de manera que choques importantes y transitorios, al alza o a la baja, deberían quedar excluidos del indicador de inflación que se utilice para la toma de decisiones. Por tanto es sobre esta definición que un banco central puede ejercer influencia y a la que debe prestar atención.

En este sentido, la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) no es un buen indicador de tendencia de largo plazo de la evolución de los precios, puesto que corresponde al cambio total de los precios de todos los bienes y servicios considerados en una canasta, independientemente de si su comportamiento tiende a mantenerse en el tiempo, es estacional o responde a problemas de oferta derivados de situaciones climatológicas, como es el caso de ciertos productos agropecuarios.

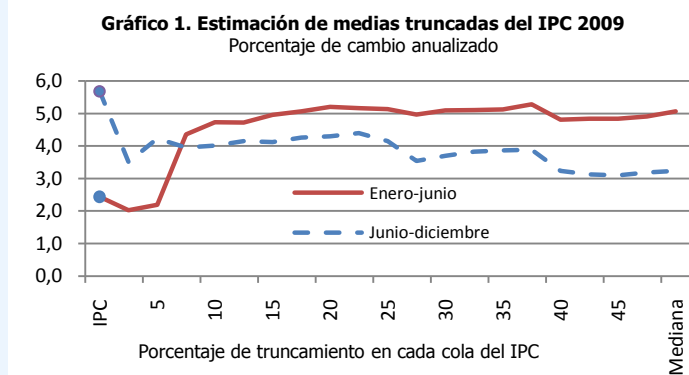
En razón de lo anterior, a menudo se ha hecho uso de los llamados indicadores de inflación subyacente para aproximar la inflación relevante para el banco central. Sin embargo no existe un acuerdo generalizado en cuanto a cuál indicador de inflación subyacente es superior. Se ha extendido el método de excluir de la medición los productos históricamente más volátiles, los cuales casi siempre pertenecen a los grupos de alimentos y energéticos. Esta es particularmente la metodología empleada en el cálculo del denominado Índice de Inflación Subyacente (ISI) en Costa Rica.

La metodología de exclusión para medir inflación subyacente presenta dos limitaciones importantes. En primer lugar incorpora variaciones transitorias de los bienes no excluidos, podría ser el caso que los bienes históricamente menos volátiles presenten eventos aislados de volatilidad que contaminen la medición. En segundo término, omite posibles tendencias de largo plazo de los bienes excluidos, con lo cual existe la posibilidad de que los bienes excluidos muestren tendencias importantes de largo plazo que sistemáticamente no se estarían capturando.

Las limitaciones anteriores se superan haciendo uso de los denominados indicadores truncados de inflación. La idea de este método es simple pero permite analizar a profundidad si determinado cambio en precios es efectivamente un cambio generalizado, es decir, si es inflación. Básicamente la metodología consiste en excluir los componentes del IPC que presenten, en el período de interés, las variaciones más extremas, sean estas negativas o positivas. Nótese que a diferencia del ISI, los productos omitidos en cada período no necesariamente son siempre los mismos. El truncamiento puede hacerse a varios niveles. Por ejemplo, omitir el 5% de los 292 productos cuyas variaciones sean las más bajas y más altas resultaría en un IPC con media truncada al 10%. Si se continúa truncando hasta casi un 50% de los productos en cada extremo de la distribución, se obtiene la mediana del IPC, es decir, la variación de los 2 productos que en el caso costarricense divide en partes iguales la distribución de variaciones del respectivo periodo.

Ante la variación históricamente baja del IPC en el 2009 surgen las siguientes interrogantes:

1. ¿Fue este comportamiento atribuible a un número reducido de productos o una desaceleración de la inflación?
2. ¿Se aceleró la inflación durante el segundo semestre del 2009 con respecto al primer semestre, tal como lo indica el comportamiento del IPC?

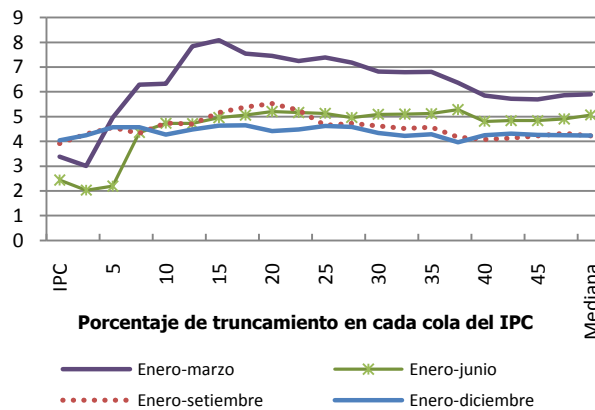


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Como se observa en el gráfico 1, el IPC anualizado del primer semestre (2,4%) da una idea de baja inflación. Al truncar el indicador rápidamente se alcanzan niveles anualizados de 5%. Por su parte el IPC anualizado del segundo semestre señala un nivel de 5,7% mientras que truncamientos superiores al 10% señalan una inflación de 4% o incluso menor. De manera tal que, como se ha sugerido en diferentes medios, la simple observación del IPC llevaría a concluir que la inflación fue más alta en el segundo semestre. Las medias truncadas permiten visualizar lo opuesto, la inflación, en sentido generalizado, tuvo un nivel más bajo durante la segunda mitad del 2009. También se puede inferir que atribuir el bajo cambio en precios a un grupo pequeño de productos no es acertado. Quizás esto describe lo que se observó durante los primeros meses del 2009, cuando los truncamientos se estabilizan en niveles relativamente bajos (5%). Durante la segunda parte del año sin embargo, esta reducción se generalizó y estabilizó en torno al 4%.

Resulta además interesante destacar cómo la disminución en la tasa de inflación se generalizó conforme avanzó el año. Esto es posible apreciarlo al graficar los truncamientos de periodos trimestrales acumulados. El gráfico 2 muestra como tanto en el período enero – marzo como de enero - junio, los truncamientos mostraban un nivel de inflación más elevado del que sugería la variación del IPC. Sin embargo los truncamientos de la variación acumulada al tercer y cuarto trimestre experimentan un aplanamiento que demuestra la generalización de la reducción en el nivel de crecimiento de los precios. En el caso particular de todos los truncamientos de la variación interanual a diciembre del IPC (variación acumulada al cuarto trimestre), no importa el nivel al que se trunque, la inflación subyacente resultante se ubica entre un 4% y 5%.

Gráfico 2. Medias truncadas del IPC 2009
 Porcentaje de cambio anualizado



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

1/Esquivel, M. (2010). Una medida robusta de inflación subyacente en Costa Rica, 1995-2009. Documento de investigación en proceso. Departamento de Investigación Económica, Banco Central de Costa Rica.



3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERIODO 2010-11²⁸

Para el 2010, se estima una reactivación de la actividad económica, determinada en buena medida por la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, ante una evolución favorable del entorno internacional²⁹. En el campo interno, la mejora en la confianza de los agentes sobre las perspectivas económicas así como en las condiciones de acceso al financiamiento contribuiría a la expansión del gasto interno.

El Producto Interno Bruto a precios constantes se prevé crezca un 3,2% en el 2010 y un 3,6% en el 2011, por lo que la economía costarricense estaría ubicándose en la fase de recuperación del ciclo económico, sin alcanzar aún el crecimiento potencial. Sin bien esto implicaría una brecha del producto cada vez menos negativa³⁰, no se estiman signos de recalentamiento que atenten contra el logro del objetivo inflacionario.

De acuerdo con la participación por industrias, este comportamiento estaría explicado, principalmente, por: i) la recuperación de la industria manufacturera, determinada por el mayor dinamismo tanto de la demanda interna como de la demanda externa; ii) la expansión de la actividad agropecuaria, debido a la recuperación del área cultivable de productos como banano, café, melón y el mayor dinamismo de otros productos como la piña; para el 2011 se espera que este comportamiento tienda a moderarse y; iii) la aceleración en la producción de servicios³¹.

Por componentes del gasto, se prevé un crecimiento de la demanda interna (3,6% en ambos años), lo que significaría un incremento de poco más de diez puntos porcentuales con respecto a lo observado en el 2009; no obstante, cabe señalar que los crecimientos previstos para la demanda interna son menores al promedio observado en el período 2000-08 (4,8%). Este comportamiento estaría explicado por la evolución del consumo final y en menor medida por la formación bruta de capital fijo.

Particularmente, la evolución del consumo total estaría determinada por un sector privado, que luego de crecer 1,5% en términos reales en el 2009 se prevé exhiba aumentos anuales en torno a 3,5%, asociados con la mejora en el ingreso nacional disponible (cuyos crecimientos reales se estiman en un

²⁸ La consistencia de estas proyecciones fue evaluada con el MMPT, herramienta de análisis que contempla los mecanismos de transmisión de la política monetaria, por lo que la trayectoria supuesta para los instrumentos de política es consecuente con el objetivo de inflación planteado en este ejercicio.

²⁹ Ver proyecciones en la sección 2.1.

³⁰ Medida como la diferencia entre el producto (PIB) efectivo y el potencial. El PIB potencial es aquel nivel máximo de producto que la economía puede alcanzar con un nivel de pleno empleo de sus recursos productivos, entendiendo pleno empleo como el nivel de utilización de recursos que no genera presiones inflacionarias. Ver "Estimación del Producto Potencial para Costa Rica: período 1991-2006". DIE-02-2007, en www.bccr.fi.cr/ndie

³¹ No obstante, se espera una recuperación de la construcción hasta finales del 2010, dado que de acuerdo con los informes a diciembre del 2009 de la Cámara Costarricense de la Construcción, las solicitudes de permisos para inicio de obras civiles no muestran signos de recuperación. Además, los presupuestos públicos para obras viales son menores en el 2010 respecto a lo observado en 2009.



1,7% y 2,6% para el período proyectado) y una mayor disponibilidad de financiamiento por parte del sistema financiero.

En cuanto a la demanda externa, se proyectan crecimientos anuales de 3,7% y 3,9% en el 2010 y 2011, respectivamente, ligados a la recuperación de las ventas de bienes y servicios de las industrias antes señaladas. De manera consistente, las importaciones a precios constantes aumentarían anualmente 4,4% y 3,9% en ese orden, durante el mismo período, 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.

La mejora en el ingreso nacional disponible estaría determinada, principalmente, por el repunte del nivel de actividad económica, toda vez que, dados los precios de exportación e importación supuestos en el ejercicio, los términos de intercambio del país experimentarían un deterioro a partir del primer trimestre del 2010. En razón de ello, mientras en el 2009 los términos de intercambio aumentaron en promedio 7,3%, para el 2010 se estima presentarían una reducción de aproximadamente 2,6% y para el 2011 mostrarían un nivel promedio similar al del año previo.

Este comportamiento respondería, principalmente, a la tendencia alcista en los precios internacionales de las materias primas, en especial de los hidrocarburos cuyo repunte estaría asociado tanto a las perspectivas de un mejor desempeño de la demanda mundial como a restricciones por el lado de la oferta (caída en inventarios, cierre temporal de refinerías en la zona del Golfo de México y tensiones geopolíticas en el Medio Oriente).

Las proyecciones de las operaciones con el sector externo para el 2010 y el 2011, expresadas en términos nominales, indican una brecha negativa en la cuenta corriente de la balanza de pagos de alrededor de 4% del PIB para cada uno de esos años. Sin embargo, se estima que los flujos de capital serían suficientes para atender ese faltante.

En lo que respecta a las finanzas públicas, las proyecciones consideran un déficit anual para el Sector Público Global en torno al 4% del PIB para ambos años, inferior al estimado para el 2009. Lo anterior parte del Presupuesto Ordinario de la República y guarda consistencia con las estimaciones contempladas al respecto en la segunda revisión del Acuerdo “Stand-By” con el FMI.

Dadas las previsiones anteriores, se estima que los agregados monetarios en 2010 y 2011 crecerían de manera consistente con el objetivo inflacionario, el comportamiento de la actividad económica y los flujos de capital. La liquidez del SBN crecería en torno al 11% anual, recursos que permitirían atender el requerimiento de fondos por parte del Gobierno e incrementar la disponibilidad de recursos prestables para el sector privado en 7,7% y 9,4%, en ese orden³².

³² No contempla el efecto de variaciones en el tipo de cambio.



4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA

El control de la inflación es el medio por el cual el Banco Central contribuye con el bienestar de la población, dado que inflaciones bajas y estables facilitan la toma de decisiones por parte de los agentes económicos y promueven el crecimiento de la economía. Por tanto, dado el comportamiento de las principales variables macroeconómicas en el 2009 así como las proyecciones para el próximo bienio, el principal compromiso del Banco Central es estabilizar la tasa de inflación en torno a los niveles observados en el 2009.

Específicamente, el objetivo del Programa Macroeconómico 2010-11 es alcanzar una tasa de inflación, medida por la variación anual del IPC, que se ubique en diciembre del 2010 en un 5% (± 1 p.p.) y en diciembre del 2011 en un 4% (± 1 p.p.).

Las acciones de política del Banco Central para el próximo bienio darán continuidad al conjunto de medidas adoptadas desde el 2005 para incrementar la efectividad de la política monetaria y así tener un mejor control de la inflación en el mediano plazo. Estas medidas están enmarcadas en el proceso de transición gradual hacia un esquema monetario de meta explícita de inflación, el cual aún no ha concluido.

Previo a presentar la estrategia a seguir en los próximos meses, se debe tener presente que bajo el esquema de meta explícita de inflación, el Banco Central hace un anuncio público del objetivo de mediano plazo para la inflación y orienta el uso de sus instrumentos de política directamente al logro de tal objetivo, sin establecer metas intermedias para agregados monetarios u otras variables macroeconómicas. Es por ello que, como parte de esta transición gradual hacia un esquema de meta de inflación, desde la publicación del Programa Macroeconómico 2007-08, el Banco Central no contempla ninguna meta cuantitativa para agregados monetarios.

En consonancia con ese proceso de migración, en los próximos meses las medidas que adopte el Banco Central continuarán orientadas a consolidar la flexibilidad cambiaria y a mejorar los canales de transmisión de la política monetaria.

En particular, en el corto plazo el Banco Central mantendrá su compromiso con los parámetros de la banda cambiaria y procurará mejorar el grado de integración y competencia del mercado cambiario de contado y promover el desarrollo del mercado de coberturas cambiarias. Lo anterior con el propósito de lograr una mayor flexibilidad cambiaria y ampliar los espacios para el uso de la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria.

En el campo monetario, continuará el proceso para la adopción de una estrategia de control de la liquidez, que permita consolidar la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria. Particularmente, en los próximos meses la Institución continuará con sus esfuerzos por:

- Trasladar recursos depositados en cuentas altamente líquidas en el Banco Central hacia opciones de mayor plazo. Lo anterior procura no solo mejorar la gestión de liquidez sistémica,



sino también evitar que estos recursos constituyan una fuente de expansión monetaria que genere presiones inflacionarias.

- Promover el desarrollo del Mercado Integrado de Liquidez (MIL), que inició sus operaciones en agosto del 2009 y con ello integrar la gestión de liquidez de los intermediarios financieros. La concentración de las operaciones de liquidez en un solo mercado contribuye a mejorar el proceso de formación de precios y amplía los espacios de acción para el manejo de la tasa de interés de política³³.

Así, en los próximos meses el Banco Central pondrá énfasis en: i) revisar el conjunto de instrumentos financieros disponibles para participar en el MIL; ii) formalizar el corredor de tasas de interés en el MIL; iii) dar seguimiento diario a la liquidez sistémica, con el fin de drenar ó inyectar recursos para ubicar las tasas de interés en este mercado en los linderos de la tasa de referencia de política monetaria.

Adicionalmente, procurará mejorar el canal de comunicación con la sociedad, como medida complementaria para facilitar la explicación de las decisiones de política monetaria y cambiaria, y con ello contribuir en el proceso de formación de las expectativas.

En el cuadro 9 se presentan las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2010-11 que dan sustento a este Programa Macroeconómico. El Banco Central seguirá de cerca la evolución de estas variables y reitera su compromiso de realizar los ajustes necesarios en la ejecución de sus acciones de política monetaria y cambiaria en la medida en que cambios en el entorno interno o externo atenten contra la consecución del objetivo inflacionario planteado, máxime que como economía pequeña y abierta, Costa Rica está expuesta a choques como el comportamiento de la actividad económica y financiera mundial y la evolución de las cotizaciones de las materias primas en el mercado internacional.

³³ Ello mejora el canal de transmisión de la tasa de interés, en el tanto variaciones en la tasa de referencia de política podrían influir directamente en los rendimientos de mayor plazo y en las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos.

Cuadro 9
Principales variables macroeconómicas 2009-11

	Estimado 2009	Programa	
		2010	2011
PIB			
Real	-1,3%	3,2%	3,6%
Nominal	6,9%	9,9%	9,5%
Deflator implícito	8,3%	6,4%	5,7%
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	1,0%	1,7%	2,6%
Inflación (tasa anual dic-dic)			
Medido con IPC	4,0%	5% (±1 p.p.)	4% (±1 p.p.)
Medido con ISI -informativa-	4,0%	5% (±1 p.p.)	4% (±1 p.p.)
Balanza de Pagos			
Cuenta corriente (%PIB)	-2,3%	-3,8%	-3,9%
Cuenta comercial (%PIB)	-9,0%	-10,3%	-10,6%
Cuenta de Capital y financiera (mill \$)	928	1394	1535
Sector Público	167	323	-77
Sector Privado	761	1071	1612
De la cual Inversión Extranjera Directa	1300	1325	1350
Sector Monetario (variac. %)			
Liquidez en ¢	10,3%	14,4%	14,5%
Liquidez en \$	17,1%	7,0%	7,9%
Crédito sector privado ¢	8,8%	9,9%	12,9%
Crédito sector privado \$	-1,8%	5,5%	6,0%
Sector Público Global Reducido (% PIB)			
Resultado Financiero	-4,3%	-4,2%	-3,9%
Gobierno	-3,3%	-3,8%	-3,8%
Resto SPNF	-0,2%	0,1%	0,1%
BCCR	-0,8%	-0,5%	-0,2%

Fuente: Banco Central de Costa Rica

5. BALANCE DE RIESGOS

Las proyecciones macroeconómicas antes suministradas fueron elaboradas con base en los elementos que se consideraron más probables; sin embargo, la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y en general la elevada volatilidad que caracteriza la coyuntura internacional obliga a una revisión permanente de estas proyecciones. Por tanto, con la finalidad de alcanzar el objetivo planteado en este Programa, estas revisiones podrían llevar al Banco Central a realizar modificaciones más frecuentes en su política monetaria y cambiaria.

Las proyecciones macroeconómicas anunciadas podrían afectarse por la materialización de algunos riesgos, presentes tanto a nivel internacional como local. Los principales riesgos identificados son:

- Recuperación de la actividad económica mundial a un menor ritmo. La reactivación ha sido desigual en las diferentes regiones del mundo y continúa dependiendo de manera importante de estímulos monetarios y fiscales, que procuran fortalecer la confianza del consumidor, sustentar la



demanda agregada y reducir los riesgos sistémicos. Así, un retiro prematuro de estos estímulos retardaría la recuperación de la economía mundial, pero uno tardío implicaría presiones inflacionarias por encima de las deseadas.

- Una recuperación más lenta, especialmente en el caso de la economía estadounidense, principal socio comercial del país, tendría un impacto desfavorable sobre la demanda externa, situación que llevaría a una revisión a la baja de la estimación de la producción interna; no obstante, facilitaría alcanzar el objetivo de inflación planteado.
- Un incremento excesivo en el nivel de gasto mundial generaría un efecto al alza en la inflación importada y en las expectativas locales de inflación, lo que comprometería la consecución del objetivo inflacionario.
- Precios al alza de materias primas importadas. Las perspectivas de recuperación de la actividad económica mundial han tendido a incrementar los precios internacionales de los productos primarios. A su vez, estos productos son sensibles a factores de índole climático y geopolítico, lo cual le imprime un alto grado de incertidumbre sobre su comportamiento.

En particular, si el precio del petróleo supera los \$90 por barril (precio medio de cóctel de hidrocarburos supuesto en las proyecciones del 2010) incrementaría los costos de producción. Este choque podría tener efectos importantes y duraderos sobre la inflación en Costa Rica y sobre sus expectativas, por lo que las acciones del Banco Central deberían dirigirse a evitar que se presenten estos efectos de segunda ronda que comprometan la consecución del objetivo del Programa Macroeconómico.

- Flujos de capital mayores a los previstos. Las bajas tasas de interés en el mercado internacional, dado el comportamiento de las tasas de interés internas, podrían incentivar el ingreso de capitales de corto plazo. Por otra parte, la apertura de monopolios estatales, como telecomunicaciones y seguros, podría atraer inversión extranjera directa adicional. Estos flujos de capital podrían generar presiones a la baja en el tipo de cambio y por ende sobre la inflación. Sin embargo, también podrían implicar una participación del Banco Central en defensa del límite inferior de la banda cambiaria, con los consecuentes efectos sobre la expansión monetaria, el gasto interno y la inflación.
- Dado el comportamiento previsto de la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado, una política fiscal más expansiva de lo contemplado en este ejercicio, podría llevar a presiones al alza sobre las tasas de interés y comprometer la reactivación de la economía.