

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el **numeral 1, del artículo 4** del acta de la **sesión 5467-2010**, celebrada el 28 de julio del 2010, con base en el oficio DEC-AAE 137-2010 del 28 de julio del 2010, remitido por la División Económica, así como en los comentarios y sugerencias formuladas en esta oportunidad,

dispuso, en firme:

Aprobar la revisión del Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2010-2011, en los términos que se anexan.

REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2010-11

Junta Directiva

Presidente

Dr. Rodrigo Bolaños Zamora

Ministro de Hacienda

Dr. Fernando Herrero Acosta

Vicepresidente

MEE José Eduardo Angulo Aguilar

Directores

Dr. Bernal Jiménez Chavarría

Lic. Jorge Alfaro Alfaro

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, con base en el diagnóstico de la situación económica al primer semestre del 2010 y las perspectivas económicas para los próximos dieciocho meses, se mantiene el objetivo inflacionario planteado en el Programa Macroeconómico 2010-11², de 5% (± 1 p.p.) y 4% (± 1 p.p.) para diciembre del 2010 y del 2011, respectivamente.

En materia de política monetaria las acciones continuarán dirigidas a consolidar el proceso de desinflación observado en los últimos diecinueve meses, hasta alcanzar en el mediano plazo inflaciones convergentes con las que muestran los principales socios comerciales del país. Por tanto, la Institución seguirá con medidas tendientes a mejorar la gestión de la liquidez, con el fin de que la tasa de interés constituya el principal instrumento de política monetaria.

Por su parte, en el ámbito cambiario mantendrá su objetivo de migrar gradualmente hacia un esquema de flotación, 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 para promover la transparencia y la adecuada formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

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

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 "El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio" (DIE-08-2008-DI) en www.bccr.fi.cr/ndie

² Aprobado por la Junta Directiva en el artículo 5 del acta de la sesión 5449-2010 celebrada el 27 de enero del 2010.

REVISIÓN DEL PROGRAMA MACROECONÓMICO 2010-11

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica presenta la revisión del Programa Macroeconómico 2010-11 (PM 2010-11) con la finalidad de comunicar a la sociedad los objetivos y medidas de política tendientes a consolidar el proceso de desinflación observado en los últimos diecinueve meses, para alcanzar en el mediano plazo inflaciones convergentes con las que muestran los principales socios comerciales del país. Lo anterior en consonancia con el mandato legal asignado a la Institución, de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas.

En la teoría económica y en las discusiones de política económica existe consenso en que el mayor aporte que un banco central puede hacer a la sociedad es contribuir a la estabilidad macroeconómica, en particular debido a que inflaciones bajas y estables facilitan el proceso de asignación de recursos, promoviendo el crecimiento de la economía. Asimismo, inflaciones bajas tienen un efecto redistributivo por cuanto permiten preservar el valor del dinero en el tiempo.

Esta revisión del PM 2010-11 inicia con un diagnóstico de la situación macroeconómica durante el primer semestre del 2010, en el que destaca el proceso de reactivación económica local determinado, en buena medida, por la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, y a nivel interno, por la mejora en la confianza de los agentes sobre las perspectivas económicas, que contribuyó a la expansión del gasto.

En una tercera sección, partiendo de la mejor información disponible³, se presentan las estimaciones y proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2010-11. La cuarta sección expone los objetivos y medidas de política monetaria para este período, que reafirman el compromiso del Banco Central de consolidar, en un contexto de recuperación económica, la reducción de la inflación observada desde diciembre del 2008, así como de continuar con medidas orientadas a mejorar el control de la liquidez para que la tasa de interés constituya el principal instrumento de política monetaria. En la última parte se mencionan algunos riesgos que, de materializarse, podrían afectar la consecución del objetivo inflacionario.

En línea con lo anterior, se mantiene el objetivo establecido en el PM 2010-11, de alcanzar una tasa de inflación que se ubique entre 4% y 6% en diciembre del 2010 y entre 3% y 5% en diciembre del 2011, ambas medidas con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Subsidiariamente y, en apego a lo dispuesto en su Ley Orgánica, las acciones del Banco Central procurarán la ocupación plena de los recursos productivos del país así como mejorar la eficiencia, competencia y estabilidad del sistema financiero costarricense.

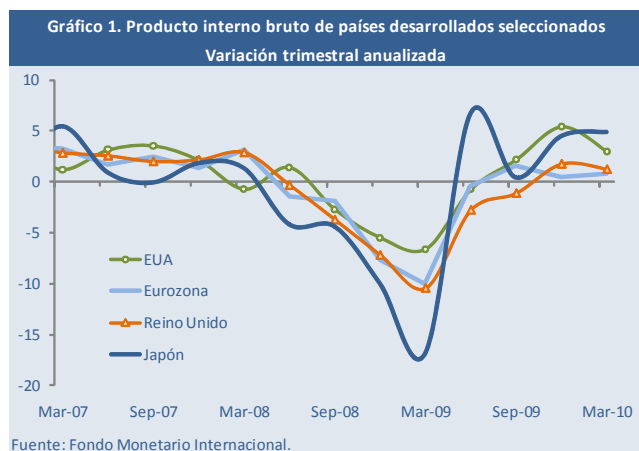
³ Salvo que se indique lo contrario, la información contenida en este informe está referida al 30 de junio del 2010.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2010

2.1. Economía internacional

El proceso de recuperación económica mundial, iniciado desde el segundo trimestre del 2009, tendió a consolidarse durante los primeros meses del 2010, en respuesta a medidas de estímulo fiscal y monetario adoptadas a partir del 2008. Este mayor dinamismo de la actividad mundial llevó a un aumento en las cotizaciones de los precios de los metales, del petróleo y a un repunte de la inflación durante esta primera parte del año.

El ritmo de recuperación de la economía mundial ha sido desigual para las diferentes economías, ya que las desarrolladas mostraron un repunte más moderado en comparación con aquellas en vías de desarrollo. Particularmente, los países asiáticos emergentes continuaron liderando la reactivación, especialmente, India y China⁴.



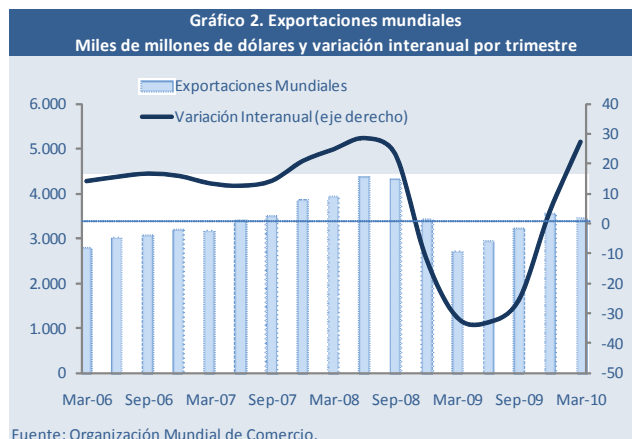
De manera consistente, indicadores relacionados con la actividad industrial, exportaciones y confianza de los consumidores y empresarios dieron señales de mejora de las perspectivas de crecimiento económico. Durante los primeros cinco meses del 2010, el crecimiento de la actividad industrial en Estados Unidos de América (EUA)⁵, la Eurozona y Japón estuvo apoyado sobre todo en el proceso de reposición de inventarios.

Esta situación también incidió positivamente en el consumo, que en los últimos meses se manifestó en un repunte de las ventas al por menor. En el caso de EUA éstas crecieron en promedio 6%, en el lapso enero-mayo del 2010 (-9% en igual período del 2009).

⁴ En el primer trimestre del 2010 India mostró una variación trimestral anualizada de su producción de 19,9%, mientras que China de 11,9%, en este último caso la más alta observada desde el 2007.

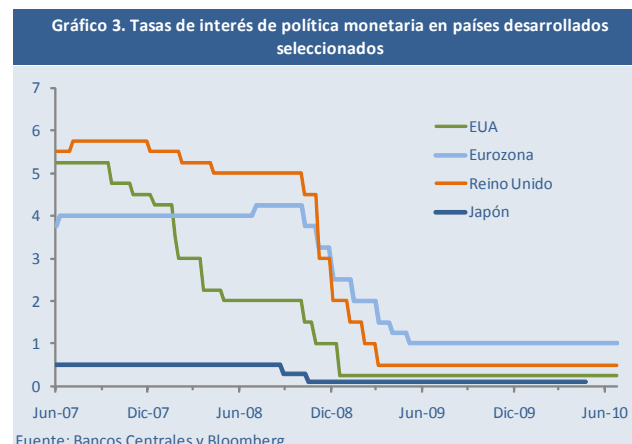
⁵ La economía estadounidense creció a una tasa anualizada de 2,7% en el primer trimestre del 2010 (5,6% en el cuarto trimestre del 2009); alrededor de un 50% de este crecimiento provino de la restitución de inventarios. De acuerdo con el informe de Perspectivas Económicas Mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI), la producción industrial de EUA, medida con el promedio móvil de los trimestres terminados en marzo, abril y mayo aumentó en 0,6%, 1,3% y 1,9% respectivamente, lo cual contrasta con las variaciones registradas en igual período del 2009 (-1,5%, -2,1% y -3,6%).

Asimismo, a partir del segundo semestre del 2009 las exportaciones mundiales aumentaron⁶, principalmente por la mayor demanda de bienes externos por parte de las economías asiáticas. Al primer trimestre del 2010 las exportaciones mundiales registraron una variación interanual de 27,2% (-31,3% en igual lapso del 2009).



El sector financiero, aunque se recupera, todavía muestra fragilidad, razón por la cual los bancos centrales de algunos países desarrollados (Inglaterra, Japón y EUA) anunciaron que mantendrán sus programas de inyección de liquidez mediante la compra de activos en los mercados financieros, a pesar de que ya iniciaron el retiro gradual de las facilidades de crédito bancario.

Por otra parte, las autoridades monetarias de las principales economías desarrolladas ratificaron su decisión de mantener en niveles mínimos la tasa de interés de política monetaria, en espera de señales más claras de recuperación; lo anterior, en el tanto no exista evidencia de presiones inflacionarias que excedan sus previsiones.

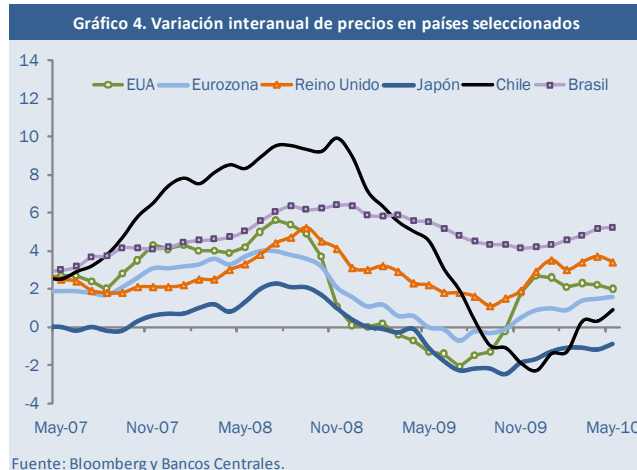


El mayor dinamismo de la actividad económica mundial y la mejora en las expectativas de crecimiento incidieron en el aumento del precio de metales y del petróleo durante el primer cuatrimestre del año, continuando así con la tendencia observada desde inicios del 2009. En el caso particular de los hidrocarburos, la tendencia al alza se revirtió a partir de mayo, motivada en parte por la adopción de planes de austeridad en algunos países de Europa y la incertidumbre acerca del efecto que estas medidas podrían tener sobre el proceso de recuperación económica mundial.

⁶ De acuerdo con la Organización Mundial de Comercio en el 2009 la reducción del comercio (en dólares estadounidenses) fue de 23%, debido tanto a la caída en el precio de las materias primas como en el volumen negociado que disminuyó 12%. Lo anterior como consecuencia de la contracción en la demanda mundial y del escaso financiamiento disponible.

Por el contrario, los precios de granos básicos como el arroz, maíz, trigo y soya presentaron una reducción, explicada por la acumulación de estos productos en respuesta a cosechas favorables en el pasado reciente y a la expansión de la superficie cultivada⁷.

Dado lo anterior y las presiones de demanda generadas en algunas economías emergentes, la inflación internacional tendió al alza en los primeros cinco meses del 2010. En el caso particular de América Latina, la mayor inflación respondió en buena medida a presiones de demanda interna, hecho que podría llevar en algunos casos a la aplicación de medidas de política monetaria más restrictivas en los próximos meses.



La evolución reciente de los principales indicadores económicos incidió positivamente en las proyecciones de crecimiento mundial para el bienio 2010-11, que según estiman los organismos internacionales, estará impulsado principalmente por las naciones asiáticas emergentes. Para las economías desarrolladas proyectan un crecimiento menor al registrado antes de la recesión, debido a que prevalecen altas tasas de desempleo, elevados déficit fiscales, los sistemas financieros aún continúan frágiles y existe incertidumbre sobre los efectos de un eventual retiro

⁷ El precio promedio de maíz, trigo, arroz y soya en el 2009 disminuyó en 25%, 31%, 15% y 2% con respecto al 2008. En ese mismo orden, el precio promedio de estos productos mostró, en los primeros cinco meses del 2010, una variación de -2%, -14%, -12% y -14% con respecto al valor medio del 2009.

anticipado de las medidas estabilizadoras aplicadas para enfrentar la crisis^{8,9}.

Según el FMI, para América Latina se espera un mayor crecimiento de los países exportadores de materias primas que presentan mayores vínculos con los mercados financieros internacionales, donde destacan Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, que representan dos terceras partes del PIB regional.

En el caso de América Central, debido a su condición de importador neto de materias primas, el FMI estima un crecimiento de 2,9% para el 2010, inferior al crecimiento esperado para la región latinoamericana (4,8%).

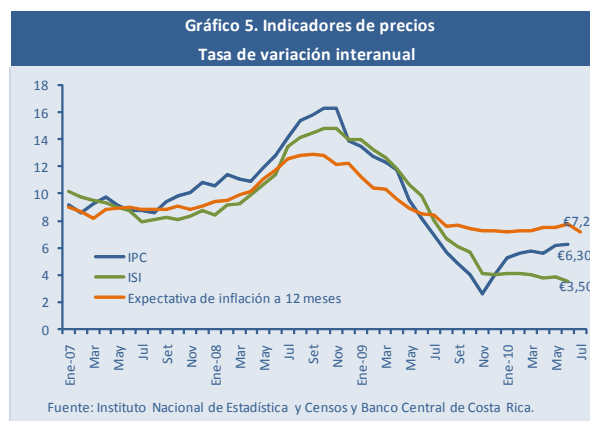
2.2. La economía costarricense

Cuadro 1. Proyecciones mundiales de crecimiento del PIB				
	FMI	Consensus Forecasts	Banco Mundial	JPMorgan
2010				
Mundo	4,6	3,5	3,3	3,5
Países Desarrollados	2,6	n.d	2,2	2,6
Estados Unidos	3,3	3,1	2,5	3,1
Eurozona	1,0	1,1	0,7	1,3
Japón	2,4	3,2	2,5	3,6
Reino Unido	1,2	1,3	n.d	1,4
Países Emergentes	6,8	n.d	6,2	7,0
América Latina	4,8	4,8	4,5	5,2
2011				
Mundo	4,3	3,3	3,3	3,1
Países Desarrollados	2,4	n.d	2,3	2,3
Estados Unidos	2,9	3,0	2,7	2,9
Eurozona	1,3	1,4	1,3	1,4
Japón	1,8	1,6	2,1	2,2
Reino Unido	2,1	2,1	n.d	2,5
Países Emergentes	6,4	n.d	6,0	5,8
América Latina	4,0	3,8	4,1	3,8

Fuente: WB Global Economic Prospects (jun-10), JPM World Financial Markets (jul-10), FMI World Economic Outlook (jul-10) y Consensus Forecasts (jul-10).

2.2.1. Precios

Durante el primer semestre del 2010 la inflación, medida con la variación del IPC, continuó el proceso de desaceleración observado desde diciembre del 2008, a pesar de que su tasa interanual mostró un repunte con respecto al cierre del 2009, explicado en buena medida por elementos ajenos al control monetario de corto plazo, como la estacionalidad, el impacto de la inflación importada y el efecto de los ajustes en los



⁸ En particular las estimaciones de crecimiento para la Eurozona son menos alentadoras, debido a la lenta recuperación de la demanda interna y a los problemas fiscales que enfrentan algunos de sus países miembros (España, Portugal, Irlanda y especialmente Grecia), situación que los ha obligado a poner en práctica planes de austeridad para recortar el déficit fiscal.

⁹ Una crisis financiera incrementa el grado de incertidumbre de los agentes económicos y con ello las primas por riesgo. Esto incide negativamente en la inversión, en el proceso de acumulación de capital y por ende en el producto potencial. Para mayor detalle ver: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15479_en.pdf.

precios de algunos bienes y servicios regulados. Ello ubicó la tasa interanual de crecimiento de los precios en 6,3% en junio del 2010, lo que significó un desvío con respecto al límite superior del rango meta del PM 2010-11 para diciembre del 2010 (entre 4% y 6%).

No obstante, la aceleración del crecimiento de los precios durante el primer semestre del año se presentó en un contexto macroeconómico caracterizado por menores presiones de demanda interna y un comportamiento de los agregados monetarios, del crédito al sector privado y del tipo de cambio que no contribuyó al aumento de las presiones inflacionarias futuras. De manera consistente con esta situación, la inflación de mediano y largo plazo, medida por la variación del Índice Subyacente de Inflación (ISI), se ubicó en torno al 4% desde noviembre del 2009 y, particularmente en el segundo trimestre del 2010 por debajo de esa tasa.

Cuadro 2. Indicadores de inflación				
	Variación interanual			
	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10
IPC	8,2	4,0	5,8	6,3
ISI	9,8	4,0	4,0	3,5
IPPI	2,4	-1,0	4,3	4,4
Expectativa de Inflación ^{1/}	8,5	7,3	7,3	7,8
	Variación acumulada anualizada			
	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10
IPC	2,4	4,0	10,7	6,9
ISI	4,1	4,0	4,8	3,1
IPPI	-7,5	-1,0	5,0	2,9

1/ Expectativas de variación del IPC para los próximos 12 meses, según la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio. En la encuesta formulada en julio del 2010 el resultado fue de 7,2%.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos y Banco Central de Costa Rica.

Es importante acotar que la evolución mensual de la inflación a lo largo del lapso enero-junio del 2010 se comportó de manera asimétrica, ya que de la variación acumulada a junio (3,4%) el 68% se concentró en los dos primeros meses del año (sólo en enero un 48%). Este hecho respondió, entre otros factores, al ajuste en el precio de algunos bienes y servicios del componente regulado del IPC¹⁰ y de los servicios de educación. Por su parte, la variación anualizada del IPC para los trimestres terminados en marzo, abril, mayo y junio señala una reducción importante de la presión al alza sobre el nivel general de precios¹¹.

El impacto de la inflación importada sobre los precios internos estuvo asociado, en mayor medida, con el alza en el precio internacional del petróleo (27% en promedio durante los primeros seis meses del 2010, respecto al valor medio registrado en el 2009), cuyo efecto fue parcialmente compensado por la reducción que experimentó la cotización de los granos básicos (maíz, trigo, arroz y soya) en el mercado internacional y la apreciación de la moneda local. Así, los insumos importados para la elaboración de alimentos procesados ejercieron menos presión sobre los precios internos¹², lo cual quedó reflejado en el subíndice de bienes y servicios transables del IPC, que sólo aportó 0,2 p.p. de la inflación acumulada a junio.

¹⁰ La Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos (ARESEP) aprobó a finales de diciembre del 2009 ajustes en las tarifas de taxi, agua y combustibles, cuyo impacto sobre la inflación se manifestó en mayor medida en enero. Aunado a lo anterior, de acuerdo con el análisis de estacionalidad de la inflación realizado con las variaciones mensuales del IPC para el lapso febrero 1997-junio 2010, el mes de enero suele presentar la mayor variación promedio del IPC.

¹¹ La variación anualizada del IPC para los trimestres terminados en marzo, abril, mayo y junio del 2010 fue 10,7%, 4%, 3,3% y 3,3% respectivamente.

¹² En junio del 2010 los alimentos procesados de la canasta del IPC crecieron a una tasa interanual de 4,2% (10,4% en igual período del 2009). Particularmente en los alimentos procesados del componente transable del IPC esa variación fue de 2,7% (10% en 2009).

Por su parte, el aporte del componente no transable a la variación acumulada del IPC estuvo asociado, principalmente, al rubro de transporte terrestre (autobús y taxi). Al desagregar la evolución del IPC por grupos, el de transporte registró el mayor aporte porcentual a la inflación acumulada a junio, con un 25% (0,9 p.p.). Le siguieron en orden de importancia los grupos de alquiler y servicios de la vivienda y de educación, que explicaron un 23% y 16%, respectivamente.

Cuadro 3. IPC: Regulados y no regulados Aporte porcentual al resultado acumulado			
	A junio del 2010		Ponderación en la canasta dic-09
	Variación acumulada	Aporte variación acumulada	
IPC total	3,4	100,0	100,0
Regulados total	7,2	42,9	20,3
de los cuales:			
Transporte en taxi	25,7	13,2	1,8
Servicio de electricidad	7,2	8,8	4,2
Combustibles para vehículo	5,6	7,8	4,7
Servicio de agua	14,8	6,3	1,4
Pasaje de autobús	4,7	4,4	3,2
No regulados total	2,4	57,1	79,7
de los cuales:			
Educación formal	10,8	13,3	4,2

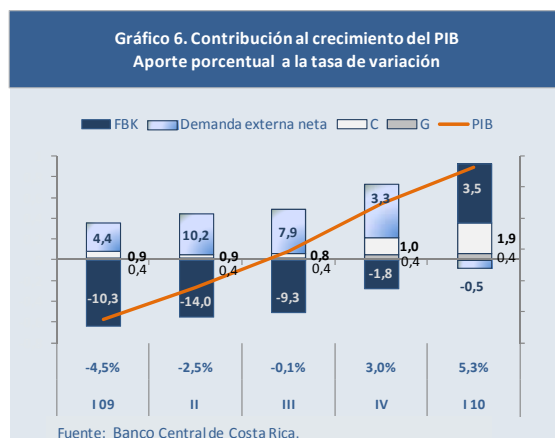
Fuente: Elaboración propia con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Los servicios de la vivienda que más contribuyeron al resultado de su grupo fueron agua y electricidad (con variaciones acumuladas de 14,8% y 7,2%, en ese orden). En educación el mayor aporte provino de los servicios de educación básica y universitaria, con un crecimiento acumulado de 11,5% y 10,1%, respectivamente¹³.

Por último, pese a la baja histórica de la tasa de inflación en el 2009 y las señales de estabilización evidenciadas por el indicador de inflación subyacente, las expectativas inflacionarias, aunque menores a las observadas un año antes, todavía se mantienen por encima del límite superior del rango meta de inflación para el término del 2010, lo cual muestra la dificultad para anclar las expectativas de los agentes económicos en torno al objetivo inflacionario del Banco Central¹⁴, luego de diecinueve meses que evidencian un notable proceso de desinflación en Costa Rica. Por ende se considera conveniente que los agentes económicos incorporen elementos prospectivos en sus procesos de fijación de precios y formación de expectativas, por cuanto ello favorece la reducción de la inercia inflacionaria.

2.2.2. Nivel de actividad económica

La actividad económica, medida por el Producto Interno Bruto (PIB) real trimestral, mostró claras señales de recuperación a partir del cuarto trimestre del 2009, luego de presentar variaciones negativas desde el cuarto trimestre del 2008. Al término del 2009 y en el primer trimestre del 2010, la producción registró tasas de crecimiento interanuales de 3,0% y 5,3% respectivamente (gráfico 6). Asimismo, las demandas interna y externa, que mostraron tasas



¹³ Con excepción de la educación formal, los demás servicios y bienes indicados en los párrafos anteriores forman parte del componente regulado de la canasta del IPC, el cual tiene una ponderación de alrededor del 20% y aportó cerca de un 43% de la inflación acumulada de enero a junio.

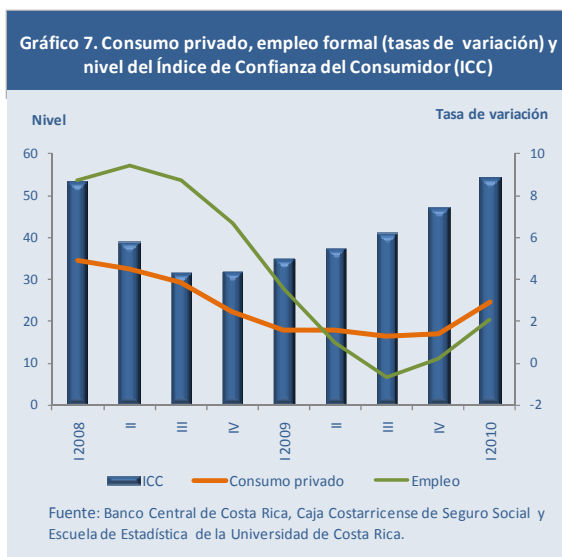
¹⁴ Este comportamiento también reflejó la inercia inflacionaria que existe en el proceso de formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

de variación interanual negativas durante todo el 2009, crecieron 6,3% y 16,0%, en ese orden, en el primer trimestre del 2010.

La demanda externa, principal determinante de la contracción que experimentó el PIB entre el cuarto trimestre del 2008 y el tercero del 2009, lideró la recuperación del producto en el último trimestre del 2009; mientras que la demanda interna fue la que mayormente explicó el crecimiento en los primeros tres meses del 2010.

En el comportamiento de la demanda interna del primer trimestre destacó la contribución de la formación bruta de capital y del consumo final.

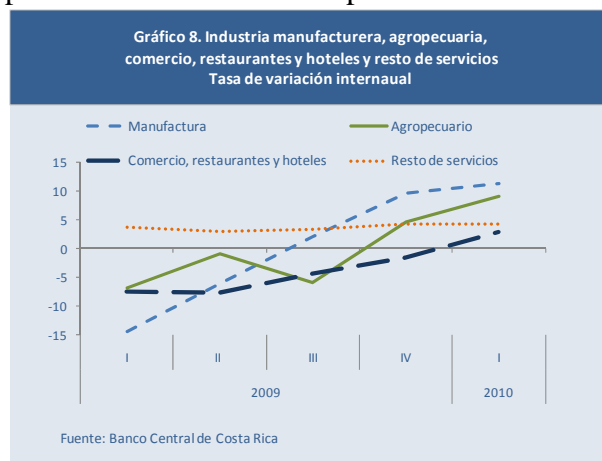
La inversión total, luego de presentar reducciones por cuatro trimestres consecutivos, creció en los primeros tres meses del 2010 un 18,3%, principalmente, por la acumulación de inventarios. Este comportamiento fue consistente con las nuevas condiciones de demanda y la mejora en las perspectivas de crecimiento; particularmente, la acumulación de inventarios explicó 14,2 puntos porcentuales (p.p.) del crecimiento de la formación bruta de capital.



A nivel de componentes de consumo final, el crecimiento del gasto del gobierno se mantuvo en torno al promedio observado durante el 2009 (5%), en tanto que el consumo final de los hogares creció un 2,9% (1,5% en el 2009). Esta evolución estuvo explicada por la recuperación del ingreso nacional disponible, la evidencia del aumento en el empleo y la mejora en la confianza de los consumidores, manifiesta en el Índice de Confianza del Consumidor (ICC)¹⁵, que indica la presencia de un contexto optimista acerca de la evolución esperada de la economía.

El comportamiento de las variables asociadas con el sector externo complementó el mayor dinamismo de la actividad productiva local.

La mayor demanda, tanto externa como interna, implicó un aumento importante en las importaciones de bienes y servicios (20,4% en tasa interanual en el primer trimestre de 2010).



¹⁵ Calculado por la Escuela de Estadística de la Universidad de Costa Rica.

Por otro lado, la evolución del valor agregado de las industrias al primer trimestre de 2010 reveló que el proceso de reactivación económica se presentó en la mayoría de las actividades, en especial de aquellas vinculadas con el comercio exterior (manufactura, agropecuaria y servicios). Lo anterior afectó positivamente la contratación de personal por parte de las empresas que, de acuerdo con los registros de la Caja Costarricense del Seguro Social a junio del 2010, presentó un incremento de 23.917 nuevos puestos con respecto a diciembre del 2009 (44.600 al incluir los asegurados por cuenta propia).

Sin embargo, el nivel de tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) a mayo del 2010, mostró que la producción tendió a perder dinamismo en los últimos meses si se compara con el nivel de diciembre de 2009. Esto hace prever que el crecimiento del PIB observado en el primer trimestre (5,1%) tendería a moderarse en lo que resta del año. Cabe destacar que este comportamiento no es generalizado y está asociado, principalmente, al desempeño de las industrias de manufactura (en especial de aquellas establecidas en zonas francas) y de construcción¹⁶.

2.2.3. Balanza de pagos

La evolución de las transacciones con no residentes durante la primera parte del 2010 evidenció el alto grado de integración de la economía costarricense con el exterior, tanto en el ámbito real como financiero. El desempeño positivo de la actividad económica internacional y local implicó un repunte en el volumen de transacciones de bienes y servicios, así como de los movimientos de capital.

La información preliminar para los primeros tres meses del 2010 y una estimación para el segundo trimestre, permite inferir que el déficit del sector real de la balanza de pagos alcanzó un 1,16% del PIB en el primer semestre del año, en contraste con el superávit observado en igual lapso del 2009.

Cuadro 4. Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)					
Nivel de la serie tendencia ciclo					
	Dic-09	May-10	Dif. absoluta (May-Dic)	Aporte	Tasa variac. (May-Dic)
IMAE	238,1	238,6	0,5	0,5	0,2%
Agricultura, silvicultura y pesca	181,3	185,5	4,2	0,1	2,3%
Industria manufacturera	275,2	268,3	-6,9	-0,5	-2,5%
Construcción	286,7	276,3	-10,4	-0,1	-3,6%
Comercio, restaurantes y hoteles	197,4	201,0	3,6	0,2	1,8%
Transporte, almacenaje y comunicaciones	441,3	450,1	8,8	0,4	2,0%
Otros servicios prestados a empresas	471,8	486,9	15,1	0,2	3,2%
Resto de industrias	183,4	188,0	4,6	0,3	2,5%

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 5. Balanza de Pagos						
Millones de dólares						
	2009			2010		
	I Trim	II Trim	I Sem	I Trim	II Trim ^{1/}	I Sem ^{1/}
Cuenta corriente/PIB anual ^{2/}	0,26%	0,07%	0,34%	-0,03%	-1,13%	-1,16%
Cuenta corriente	75	24	99	-11	-385	-396
Bienes	-421	-477	-898	-735	-945	-1.680
Exportaciones FOB	2.070	2.257	4.327	2.434	2.407	4.842
Importaciones CIF	2.491	2.734	5.225	3.169	3.352	6.522
De los cuales hidrocarburos	233	278	511	419	399	819
Servicios	767	654	1.422	857	753	1.610
De los cuales viajes	462	335	797	535	367	902
Renta y transferencias	-272	-153	-425	-134	-193	-327
Cuenta de capital y financiera	288	-256	32	91	295	386
Cuenta de capital	0	11	11	10	11	22
Cuenta financiera	288	-268	20	81	283	364
Sector público	226	-297	-71	36	-5	32
Sector privado	62	30	91	45	288	333
De los cuales IED	371	272	643	394	280	674
Activos de reserva	-363	233	-130	-80	90	10
(-aumento, + disminución)						
1/ Estimación.						
2/ Flujos trimestrales o semestrales como proporción del PIB anual.						
Fuente: Banco Central de Costa Rica.						

¹⁶ En el primer caso, el volumen exportado por las empresas amparadas a los regímenes especiales alcanzó un máximo en diciembre del 2009 y, aunque continuó creciendo hasta marzo del 2010, en el bimestre siguiente se registraron desaceleraciones interanuales en este indicador. El comportamiento de la construcción obedeció a la contracción tanto de las obras privadas como públicas (en este último caso por la limitada ejecución presupuestaria).

Este comportamiento estuvo determinado por un mayor déficit comercial (4,9% del PIB), que reflejó entre otros, el aumento de las compras externas de bienes y servicios, debido al mayor dinamismo de la actividad económica local, la recuperación de la demanda externa y el incremento en el valor de la factura petrolera (tanto por mayor volumen como por cotizaciones medias más altas). El efecto del mayor déficit comercial (1,9 p.p. superior al del primer semestre del 2009) fue parcialmente compensado por el superávit generado por servicios, principalmente, por el repunte en la actividad turística receptiva y el desempeño de los centros de negocios, en especial los de informática y procesamiento de información.

Por su parte, los flujos financieros del exterior, incluida la Inversión Extranjera Directa (IED) prácticamente financiaron la brecha en la cuenta corriente. Se estima que, durante el primer semestre del 2010, los flujos totales de la cuenta de capital y financiera registraron un incremento cercano a \$350 millones en relación con lo observado en el mismo período del 2009. Influyó en dicho resultado el mayor financiamiento neto tanto para el sector público¹⁷ como privado.

2.2.4. Finanzas públicas

El déficit del Sector Público Global Reducido (SPGR), según cifras preliminares acumuladas a junio del 2010, representó un 2,1% del PIB, superior en 0,9 p.p. al registrado en igual período del 2009. Dicho resultado estuvo determinado por el mayor deterioro de las finanzas del Gobierno Central y el menor superávit generado por el resto del Sector Público No Financiero Reducido (RSPNFR)¹⁸.

Cuadro 6. Resultado financiero del Sector Público Global
Cifras acumuladas a junio como porcentaje del PIB

	2009	2010
SPGR	-1,2	-2,1
BCCR	-0,3	-0,1
SPNF	-0,9	-2,0
Gobierno Central	-1,2	-2,2
RSPNFR	0,3	0,2

Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica.

El deterioro de la situación financiera del Gobierno estuvo asociado al incremento más que proporcional en los egresos con respecto a los ingresos. En efecto, mientras los gastos crecieron a junio del 2010 un 26,5%¹⁹, los ingresos lo hicieron a una tasa de 13,7%, respecto al mismo período del año previo (9,2% los ingresos tributarios²⁰). Esta situación llevó a que el déficit del Gobierno acumulara un 2,2% del producto. Además, el comportamiento de los ingresos y gastos (excluido el servicio de intereses) implicó un déficit primario de 1,1% del PIB, superior en 0,9 p.p. al observado un año antes.

¹⁷ En el primer semestre del 2010 ingresaron, entre otros desembolsos, \$66 millones para proyectos hidroeléctricos y \$26 millones para infraestructura vial.

¹⁸ Incluye una muestra de seis instituciones del sector público: CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPSSJ e ICAA.

¹⁹ En este comportamiento destacaron los siguientes crecimientos: i) 36,2% de las transferencias corrientes, principalmente, para la atención de programas sociales, ii) 23,3% de las remuneraciones y, iii) 24,2% del pago de intereses por el servicio de la deuda interna.

²⁰ Destacó la mayor recaudación de impuestos a las importaciones y ventas internas, asociada al proceso de reactivación económica; en menor medida aportó la recaudación del impuesto único a los combustibles.

Con respecto al financiamiento neto requerido a junio, el Gobierno acudió a mayor endeudamiento interno mediante la colocación neta de títulos valores. Como parte de la estrategia de financiamiento, el Gobierno utilizó en mayor medida pagarés²¹, lo cual le permitió financiarse a un menor costo, sin generar presiones adicionales sobre el nivel de tasas de interés.

Por otra parte, el Banco Central registró en los primeros seis meses un déficit equivalente a 0,1% del PIB²², menor al observado en igual período del año previo. Esta mejora relativa obedeció a los menores gastos financieros en moneda nacional producto tanto del menor saldo medio de deuda como de la reducción de 120 puntos base en la tasa efectiva de interés²³.

Si bien la mejora en las finanzas del Banco Central refleja en buena medida los efectos de las acciones orientadas a lograr una mayor flexibilidad cambiaria y la mejor gestión financiera, ello no significa que no se requiera de una capitalización, en el tanto parte importante de estas “pérdidas” ha sido financiada con señoreaje.

El RSPNFR acumuló al cierre de junio un superávit financiero equivalente a 0,2% del PIB, inferior a lo observado doce meses atrás (0,3%), resultado asociado al deterioro en la situación financiera de prácticamente todas las instituciones de este componente.

En línea con el deterioro de las finanzas públicas, el saldo de la deuda pública total a junio del 2010 ascendió a ¢7,7 billones (41,4% del PIB)²⁴, que en términos relativos significó un incremento de 0,9 p.p. con respecto a lo observado doce meses atrás.

Desde la perspectiva de los modelos que se utilizan tradicionalmente para evaluar la sostenibilidad de las finanzas públicas²⁵, el comportamiento apuntado para la razón de deuda a PIB estuvo asociado entre otros factores al mayor déficit primario que generó el Gobierno y al

²¹ Los pagarés son títulos valores no estandarizados y desmaterializados que incorporan una promesa de pago a corto plazo por parte del Estado. Se amortizan al vencimiento y sin cupones de interés, a plazos iguales o menores a 30 días naturales y el mecanismo de colocación es mediante negociación directa con instituciones públicas y entidades financieras. En el lapso enero-junio del 2010 el financiamiento obtenido por este medio representó casi el 15,4% de las colocaciones totales de deuda interna.

²² Calculado según la metodología de cuentas monetarias.

²³ La mejora relativa en las finanzas del Banco Central ha estado asociada con la ausencia de monetizaciones por operaciones cambiarias y con la estrategia seguida en la gestión de sus pasivos. Esta mejora gradual se apreció en la evolución del déficit en términos del producto, que pasó de un promedio anual de 1,4% en el período 2000-06 a un 0,6% del PIB en los últimos tres años (2007-09).

²⁴ Incluye la deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y algunas instituciones del RSPNFR.

²⁵ Borensztein, Eduardo, Eduardo Levy Yeyaty and Ugo Panizza (2007). Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance. Economic and Social Progress in Latin America (2007 Report). Inter-American Development Bank. David Rockefeller Center for Latin American Studies. Harvard University.

incremento en la tasa de interés real efectiva de sus obligaciones corregida por crecimiento económico.

Esta situación da continuidad al punto de inflexión que experimentó la razón de la deuda del Gobierno Central a PIB en el 2009 cuando, luego de la reducción de casi 11,0 p.p. registrada entre 1999 y 2008, ésta relación aumentó 3,0 p.p. como consecuencia de los efectos adversos que la crisis internacional generó sobre la recaudación de ingresos tributarios y de la adopción de medidas fiscales contracíclicas. De mantenerse este panorama durante los próximos años se podría comprometer la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano y largo plazo. En razón de ello las autoridades del Ministerio de Hacienda han anunciado la adopción de medidas tendientes a reducir el desbalance financiero del Gobierno a partir del 2011.

2.2.5. Agregados monetarios, crediticios, tasas de interés y tipo de cambio

Durante el primer semestre del 2010, el comportamiento de los agregados monetarios y de los mercados de negociación (dinero y cambiario) estuvo acorde con la reactivación de la actividad económica y las políticas de gestión de pasivos de los principales emisores de deuda pública en el país.

En aras de mantener el crecimiento de los precios internos en niveles similares a los observados a finales del 2009, en la primera mitad del 2010 el Banco Central realizó esfuerzos por mejorar el canal de transmisión de su política monetaria, particularmente:

- i) Mantuvo invariable su Tasa de Política Monetaria (en 9% desde julio del 2009).
- ii) Avanzó en la separación de la gestión de deuda y de liquidez mediante la colocación de instrumentos a plazos mayores de 269 días, lo cual contribuyó a que el saldo de recursos líquidos excedentes de los intermediarios financieros se redujera significativamente²⁶.

Como parte de esta estrategia el Banco Central colocó Bonos de Estabilización Monetaria bajo el mecanismo de subasta y de “ventanilla” y con el fin de promover este traslado incrementó las tasas de interés de estos instrumentos y de los Depósitos Electrónicos a Plazo²⁷.

²⁶ No obstante, en abril la renovación parcial de BEM incrementó nuevamente estas disponibilidades, situación que se fue corrigiendo a lo largo del segundo trimestre.

²⁷ A manera de referencia, en la subasta del 18 de enero la tasa promedio del BEM con 359 días al vencimiento fue de 7,76% (neta), en tanto que en el evento del 19 de marzo la tasa para el bono con 353 días al vencimiento fue de 8,71% (neta). En el caso de los DEP, entre los meses de febrero y marzo incrementó las tasas de interés para las colocaciones a 270 días y más hasta en 140 puntos base. En mayo y de acuerdo con las condiciones de mercado tanto las tasas de los DEP como las resultantes para los BEM se redujeron.

La menor disponibilidad de recursos líquidos quedó manifiesta en el comportamiento del Mercado Integrado de Liquidez (MIL), cuyas tasas de interés y montos negociados guardaron consistencia con esta condición, generada por la colocación de BEM y la constitución de depósitos del Gobierno en el BCCR, provenientes de la colocación de títulos de propiedad y pagarés.

El comportamiento de los agregados monetarios restringidos estuvo acorde con el proceso de recuperación económica (mayor demanda por dinero para transacciones), el mayor volumen de comercio exterior y el menor costo de oportunidad de mantener saldos líquidos²⁸.

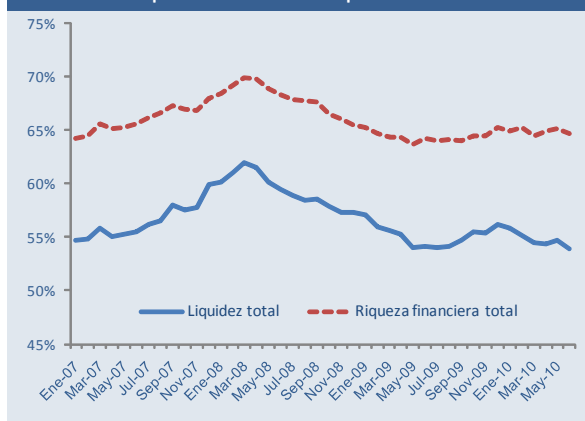
Particularmente, los agregados denominados en moneda nacional mostraron un crecimiento medio del 9,1% en el segundo trimestre del 2010 (-7,9% un año atrás), sin que ello implicara excesos en relación con el crecimiento del producto nominal (10,5% en el 2010)²⁹. El componente en moneda extranjera de este indicador de agregados restringidos también presentó un repunte; no obstante, su crecimiento medio fue significativamente superior a la variación del producto nominal y se estima estuvo asociado con la recuperación de los volúmenes de comercio exterior.

Por su parte, el componente en moneda nacional de agregados amplios, como la riqueza financiera, también mostró un mayor crecimiento en relación con lo observado un año atrás, no así el componente en moneda extranjera que presentó una clara desaceleración, aun cuando sus tasas de variación continuaron positivas y en valores en torno al crecimiento nominal de la producción. Esto reflejó el efecto de la eventual repatriación de capitales, manifiesta en la disminución de la tenencia de títulos en el mercado internacional por

Cuadro 7. Agregados Monetarios ^{1/}						
Tasa media de variación anual						
	Medio circulante ampliado ^{2/}		Liquidez total		Riqueza Financiera ^{4/}	
	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}
2009						
I Semestre	(5,2)	5,8	5,7	31,9	3,8	28,0
I trimestre	(2,5)	7,9	7,0	30,7	4,0	27,0
II trimestre	(7,9)	3,7	4,4	33,0	3,5	28,9
2010						
I Semestre	6,2	21,3	8,7	11,4	12,1	9,9
I trimestre	3,2	18,1	8,1	12,8	11,5	10,9
II trimestre ^{4/}	9,1	24,4	9,3	10,1	12,8	9,0

1/ Cobertura Sociedades de Depósito, que comprende bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias y mutuales de ahorro y préstamo. Cifras preliminares a junio del 2010.
2/ 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, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.
3/ Expresado en dólares estadounidenses.
4/ Incorpora instrumentos financieros del Banco Central y Ministerio de Hacienda.
Fuente: Banco Central de Costa Rica

Gráfico 9. Participación relativa del componente moneda nacional ^{1/}



1/ Para valorar en colones el componente en moneda extranjera se utilizó el tipo de cambio promedio del período enero 2007-junio 2010.
Fuente: Banco Central de Costa Rica

²⁸ La tasa básica expresada en términos reales pasó de 0,7% en el primer semestre del 2009 a casi cero en igual lapso del 2010. Para expresar en términos reales este indicador, se tomó como referencia el resultado de la expectativa de inflación de la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y de Variación del Tipo de Cambio.

²⁹ Se tomó como referencia el componente en colones del medio circulante ampliado.

parte de residentes no bancarios ante la prevalencia de rendimientos relativamente bajos en los mercados internacionales³⁰, así como de la menor predictibilidad acerca del comportamiento del tipo de cambio. La combinación de estos efectos se manifestó en la relativa estabilidad, observada en esta primera mitad del año, en la preferencia de los agentes económicos por instrumentos denominados en moneda nacional.

Por otro lado, el crédito concedido por el sistema financiero al sector privado creció en términos interanuales un 2% al cierre del primer semestre del año. Dos aspectos destacaron en el comportamiento de este indicador:

En primer lugar, la colonización de las operaciones, en la medida en que el saldo de crédito denominado en colones aumentó un 11,6% en tanto que las operaciones constituidas en moneda extranjera cayeron un 3,3% (expresadas en dólares)³¹.

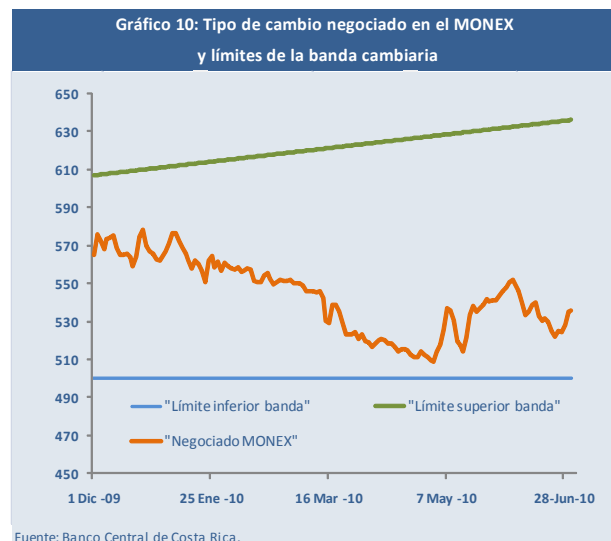
En segundo lugar, la presunción de que los agentes económicos, luego de la crisis financiera, han reajustado sus saldos deudores ante el mayor grado de incertidumbre sobre las perspectivas económicas, proceso de desapalancamiento que no ha sido exclusivo de Costa Rica.

A pesar del comportamiento de la liquidez y de la mayor colocación de deuda pública, las tasas de interés del sistema financiero se mantuvieron relativamente estables, lo cual se reflejó en la evolución de la Tasa Básica Pasiva (TBP), que en promedio se mantuvo en torno al 8,0% en el primer semestre del año (11,6% en igual lapso del 2009).

La evolución comentada de las tasas de interés, aunada a las mayores expectativas de variación nominal del tipo de cambio a partir de marzo del presente año, llevaron a una disminución en el premio por ahorrar en colones (promedio primer semestre del 2010 de 0,4% y de 1,1% el semestre previo). Sin embargo, se estima que lo anterior no influyó en la preferencia de los agentes económicos por colocar recursos en moneda nacional.

En lo relativo al mercado cambiario, durante los primeros seis meses del año, éste se caracterizó por una mayor disponibilidad de divisas, que acentuó la apreciación de la moneda nacional con respecto al dólar estadounidense, observada desde agosto del 2009. Esta situación propició que el tipo de cambio tendiera hacia el límite inferior de la banda (con excepción del mes de mayo).

La mayor disponibilidad de divisas en el período en comentario se estima respondió en buena medida a: i) los mayores ingresos



³⁰ De acuerdo con información de la Central de Valores se estima que durante el primer semestre del 2010 la repatriación de capitales por parte de residentes ascendió a \$290 millones.

³¹ La participación de las operaciones en moneda nacional dentro del saldo de crédito se incrementó en casi cuatro puntos porcentuales entre el primer semestre del 2009 e igual lapso del 2010 (de 55,6% a 59,5%). Para efectos de la valoración en colones de la moneda extranjera se utilizó como referencia el tipo de cambio promedio del período enero 2007-junio 2010.

netos de divisas, provenientes del turismo y de las exportaciones, ii) la reducción de posición propia por parte de los intermediarios cambiarios, iii) venta de divisas por parte del Gobierno en marzo y, iv) la eventual repatriación de capitales por parte de residentes privados e institucionales.

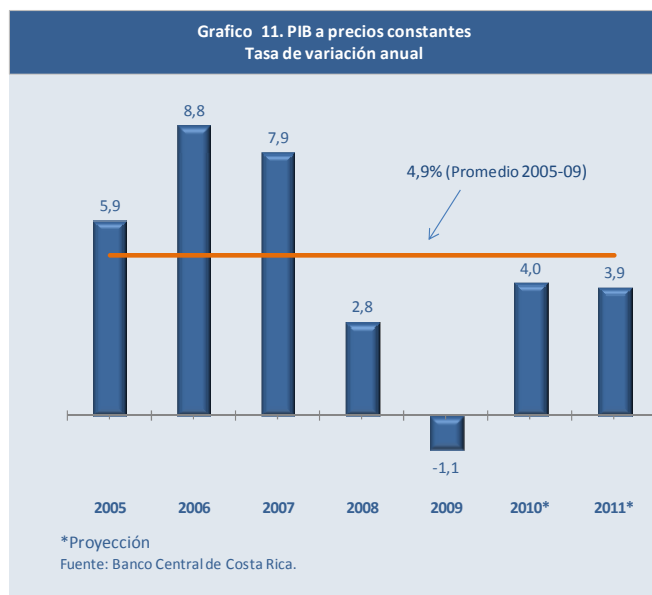
La evolución del mercado cambiario durante el primer semestre del año se caracterizó por la ausencia de intervención del Banco Central en el MONEX, como ha ocurrido desde la segunda quincena de agosto del 2009, lo cual dio mayores espacios a la política monetaria. Además, el Sector Público no Bancario pudo atender sus requerimientos en el mercado de cambios.

Por tanto, la evolución de los agregados monetarios con crecimientos que en términos generales se ubicaron alrededor de la variación anual del producto; del crédito, que continuó manifestando el proceso de desapalancamiento de la economía y, de una moneda local con tendencia a la apreciación nominal, no generó presiones adicionales de demanda que comprometieran la consecución del objetivo inflacionario planteado por el Banco Central.

3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2010-11³²

Se estima una reactivación de la actividad económica para el bienio 2010-11, determinada en buena medida por la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, asociada a la evolución favorable del entorno internacional³³. A nivel interno, la mejora tanto en la confianza de los agentes sobre las perspectivas económicas como en el nivel del ingreso nacional disponible contribuiría a expandir el gasto.

El PIB a precios constantes se estima que crecerá un 4,0% en el 2010 y 3,9% en el 2011, con lo cual la economía costarricense estaría ubicándose en la fase



³² 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.

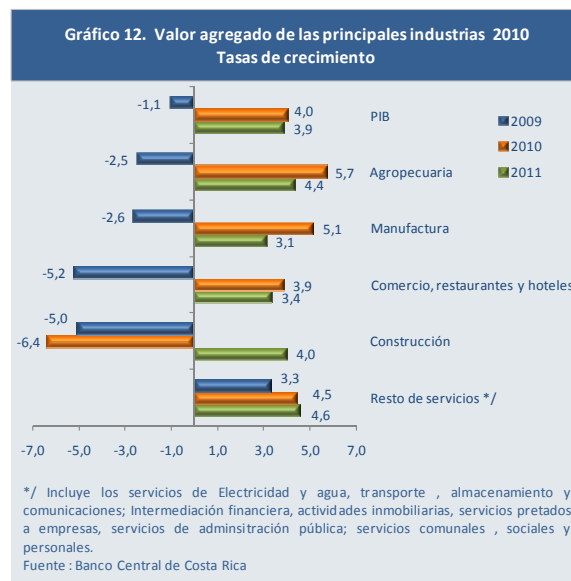
³³ Ver proyecciones en la sección 2.1.

de recuperación del ciclo económico³⁴, sin alcanzar aún el nivel del producto potencial. Si bien esto implicaría una brecha del producto cada vez menos negativa³⁵, ello no compromete el logro del objetivo inflacionario.

El proceso de reactivación económica estaría liderado por las industrias vinculadas al comercio exterior de bienes y servicios. Particularmente, i) la industria manufactura se estima crecerá un 5,1% en el 2010³⁶ y 3,1% en el 2011; ii) la actividad agropecuaria crecerá en el 2010 un 5,7% y 4,4% en el 2011, sustentada en la recuperación de la producción de piña, banano, melón³⁷, y café (cosecha 2010-11) y, iii) las industrias productoras de servicios se estima crecerían un 4,3% en el 2010³⁸ (4,2% en el 2011).

Por el contrario, se estima que la actividad de la construcción se contraerá un 6,4%, en el 2010, por la disminución en la construcción tanto privada como pública; en tanto que para el 2011 esta actividad crecerá un 4,0%.

Por componentes del gasto la recuperación de la actividad económica mundial y su repercusión en la economía nacional, quedará manifiesta en un crecimiento de la demanda global de 6,4% en el 2010 (4,5% para el 2011), debido al mayor dinamismo previsto para las demandas externa (8,1%) e interna (5,4%).



³⁴ Es importante indicar que, debido a la reducción en el nivel de la producción observada en el 2009, la recuperación estimada implicaría que el crecimiento promedio del 2010 sea mayor al del 2011.

³⁵ Medida como la diferencia entre los niveles del producto efectivo y potencial, como proporción de este último. El PIB potencial es aquel nivel máximo de producto que la economía puede alcanzar con una ocupación plena de sus recursos productivos, 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.

³⁶ Se espera que el volumen producido por las empresas adscritas al régimen de Zona Franca crezca 6,5% en el 2010, ante la mejora en las expectativas de los empresarios y la oportunidad de ingreso a nuevos mercados. Para el régimen regular se estima un crecimiento más moderado (4,8%); mientras que para las empresas asociadas al régimen de perfeccionamiento activo se prevé que continuarán con la tendencia negativa de los últimos tres años (-20,3%), como resultado de la menor colocación de productos en su principal mercado de destino (EUA).

³⁷ La oferta de estos tres productos estuvo afectada en el 2009, por condiciones climatológicas que disminuyeron el volumen de la cosecha y consecuentemente las exportaciones.

³⁸ Destacan: a) transporte, almacenamiento y comunicaciones por la mayor demanda de servicios asociados al comercio exterior de mercancías (muelles y puertos, agencias aduanales, de depósito, almacenaje y servicios de transporte por carretera), ingreso de turistas (mayores servicios brindados por las agencias de viaje y autos de alquiler) y los nuevos servicios de internet y telefonía celular; b) comercio, restaurantes y hoteles debido a la recuperación en la venta de vehículos, hierro, maquinaria, productos químicos y el ingreso de turistas; c) servicios comunales, sociales y personales relacionados con la educación, salud, diversión y esparcimiento, y servicios empresariales, asociado a la expansión de los servicios actualmente brindados y al inicio de operaciones de nuevas empresas.

Se prevé además un mayor volumen de ventas externas de régimen de zona franca, así como un incremento en la exportación de servicios asociados a la actividad turística, informática e información.

El comportamiento de la demanda interna en el 2010 estaría determinado, principalmente, por la formación bruta de capital (12,7%). El mayor dinamismo de la formación bruta de capital fijo respondería al incremento en la adquisición de maquinaria y equipo (8,0%), que estaría compensando el deterioro estimado para las nuevas construcciones, tanto públicas como privadas.

Por su parte, el gasto en consumo final de los hogares tendría un crecimiento de 3,4% en el 2010 (4,1% en el 2011), consistente con el incremento esperado en el ingreso nacional disponible³⁹ y un mayor nivel de contratación de personal por parte de las empresas.

La continuidad de la política fiscal expansiva se reflejaría en un incremento del consumo público de 4,2%⁴⁰ en el 2010, mientras que para el 2011 se prevé una moderación (2,8%) motivado por la desaceleración en las compras intermedias y en los niveles de contratación de empleo.

En lo que respecta a las importaciones de bienes a precios constantes, se estima que experimentarían un crecimiento de 11,8% en el 2010 (5,8% en el 2011), concentrado en la adquisición de bienes intermedios y en menor medida, de bienes de consumo final y de capital. Las importaciones de servicios en el 2010 estarían creciendo un 10,5% (6,6% en el 2011), en particular, las relacionadas con el transporte de mercancías y el turismo emisor.

Consecuente con el comportamiento previsto para las exportaciones netas reales, se estima que el déficit de la cuenta corriente será de 3,8% del PIB en el 2010 y 4,4% en el 2011.

Específicamente, del déficit en cuenta corriente estimado para el 2010, el 69% (\$516 millones) correspondería a mayores erogaciones de la factura petrolera, explicadas por un aumento esperado de \$20,4 en el precio medio del barril del cóctel de hidrocarburos y en la cantidad de barriles (9%). El resto del valor de las compras externas, agrupado en mercancías generales y regímenes especiales aumentaría cerca de un 14% con respecto al 2009.

productos agropecuarios y de las empresas amparadas al

Cuadro 8. Demanda y oferta global a precios constantes			
Tasas de variación ^{1/}			
	2009	2010	2011
DEMANDA = OFERTA	-8,2	6,4	4,5
1 Demanda interna	-7,6	5,4	4,2
a. Consumo privado	1,5	3,4	4,1
b. Consumo gobierno	5,1	4,2	2,8
c. Formación bruta de capital	-32,3	12,7	5,3
2 Exportaciones	-9,2	8,1	5,1
Bienes	-9,2	8,9	4,7
Servicios	-9,2	5,4	6,4
3 Importaciones	-21,1	11,6	5,9
Bienes	-20,3	11,8	5,8
Servicios	-26,9	10,5	6,6
4 Producto Interno Bruto	-1,1	4,0	3,9

1/ Corresponde a los valores resultantes de la revisión del PM 2010-11.
Fuente: Banco Central de Costa Rica

Cuadro 9. Cuenta corriente de la Balanza de Pagos			
Millones de dólares			
	2009	2010	2011
Cuenta Corriente/PIB	-1,8%	-3,8%	-4,4%
Ingresos	13.379	14.705	15.733
Bienes (FOB)	8.847	9.734	10.354
Servicios	3.720	4.151	4.529
Viajes	1.799	2.003	2.196
Renta y transferencias	813	820	850
Remesas de trabajadores	489	501	516
Egresos	13.916	15.992	17.287
Bienes (CIF)	11.347	13.255	14.369
Servicios	939	1.020	1.096
Renta y transferencias	1.630	1.716	1.822
Cuenta corriente	-537	-1.287	-1.554
Bienes	-2.500	-3.521	-4.015
Servicios	2.781	3.131	3.433
Renta y transferencias	-818	-897	-972

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³⁹ El ingreso nacional disponible crecería en el 2010 un 2,4% (3,6% en el 2011). En este caso, el impacto del mayor crecimiento estimado para el PIB sería parcialmente compensado por el mayor pago de rentas al exterior derivado de las mayores utilidades de la IED y la pérdida en los términos de intercambio (-1,9%). El deterioro en los términos de intercambio para el 2010 estaría asociado a mayores precios de las materias primas importadas (en especial de hidrocarburos) y, a que el aumento previsto para el precio en dólares de los bienes y servicios de exportación sería inferior al estimado para las importaciones.

⁴⁰ Tasa relativamente alta con respecto al crecimiento medio de la última década (2,3%).

La recuperación del comercio exterior contribuiría a que las exportaciones crezcan en torno al 10% en términos nominales (8,9% en reales) en el 2010. Este comportamiento obedecería al repunte en las ventas externas de productos agropecuarios (banano y piña), de otras manufacturas (artículos de pulpa, papel y cartón) y en menor medida, de los bienes para transformación.

	I Semestre	II Semestre	Anual
2009	58,1	77,1	67,9
2010	85,6	90,8	88,3
2011	93,1	95,0	94,0

Fuente: Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE).

Para el 2011 se prevé que el valor de la factura petrolera aumente 14,8%, lo cual constituye el principal determinante del incremento en la brecha de la cuenta corriente en ese año.

En general, se espera que la tendencia de recuperación en los flujos de comercio de bienes se mantenga durante el 2011, aunque a tasas inferiores a las previstas para el 2010.

	2009	2010	2011
	Nominal		
Exportaciones	-7,4	10,0	6,4
Importaciones	-25,4	16,8	8,4
	Real		
Exportaciones	-9,2	8,9	4,7
Importaciones	-20,3	11,8	5,8

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El aporte neto de los servicios compensará el déficit de la cuenta comercial, toda vez que se espera se ubique alrededor del 9,2% y 9,7% del PIB en el 2010 y 2011, en ese orden. En este resultado destaca tanto el desempeño del turismo receptivo, como de las actividades de apoyo empresarial, de informática y de procesamiento de información⁴¹.

La brecha en el sector real de la balanza de pagos estimada para el bienio 2010-11, se prevé que podrá ser financiada con ahorro externo de largo plazo (IED). Para el cierre del 2010 se espera que los flujos de capital aumenten respecto a los observados en el primer semestre del año, en especial los canalizados hacia el sector privado⁴². En relación con los flujos netos al sector público se espera un repunte por el uso de créditos con organismos multilaterales.

Para el 2011, se estima que el país continuaría accediendo al ahorro externo de largo plazo para financiar la brecha en la parte real de la balanza de pagos, dar curso a los proyectos de infraestructura programados en el Plan Nacional de Desarrollo y atender los vencimientos contractuales de Eurobonos por \$250 millones.

41 Este último grupo se espera mantenga la tendencia creciente observada en los últimos años como resultado de procesos de mayor valor agregado, innovación y conocimiento de las actividades transables. Adicionalmente, influirá el traslado hacia el país de centros de llamadas, motivados en menores costos, mano obra calificada y la estabilidad relativa que tiene el país. Estas actividades abarcan un amplio mercado, que incluye los servicios financieros, de mercadeo, y el apoyo técnico a clientes o empresas de un mismo grupo corporativo.

42 Principalmente canalizados a las industrias de manufacturas (dispositivos médicos), seguros y comercio.

Se estima que la economía podrá absorber los flujos de financiamiento externo contemplados para el sector público, sin que ello genere efectos importantes sobre los macroprecios.

En lo que respecta a las finanzas públicas, las proyecciones consideran un déficit anual para el Sector Público Global en torno al 5,2% del PIB en el 2010, superior observado un año atrás (3,9%).

Dadas las previsiones anteriores, se estima que los agregados monetarios en 2010-11 crecerían de manera consistente con la actividad económica y el objetivo inflacionario. La liquidez en colones del Sistema Financiero Nacional crecería en 9,3% y 11,0% anual para esos años, respectivamente, en tanto que se estima que en moneda extranjera crezca en 9,1% y 5,5% anual en este bienio. Dichos recursos permitirían atender el requerimiento neto de financiamiento interno por parte del sector público y aumentar la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado.

4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA

En la teoría económica y en las discusiones de política económica hay consenso en que el mayor aporte que un banco central puede hacer a la sociedad es procurar la estabilidad macroeconómica, en particular por cuanto inflaciones bajas y estables facilitan el proceso de asignación de recursos promoviendo el crecimiento de la economía, y tienen un efecto redistributivo en la medida en que permiten preservar el valor del dinero en el tiempo.

Por tanto, dado el comportamiento de las principales variables macroeconómicas durante el primer semestre del 2010, así como las estimaciones y proyecciones para los próximos dieciocho meses, el Banco Central reafirma ante la sociedad costarricense su compromiso de ubicar la tasa de inflación, medida por la variación anual del IPC, a diciembre del 2010 entre 4% y 6%, en tanto que para el 2011 su objetivo es que la tasa de inflación interanual a diciembre se ubique entre 3% y 5%.

Las acciones de política del Banco Central para los próximos dieciocho meses darán continuidad al conjunto de medidas adoptadas desde el 2005, tendientes a 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 que se adoptará 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, el Banco Central no contempla metas cuantitativas para los agregados monetarios.

En consonancia con ese proceso de migración, en los próximos meses las medidas que adopte el Banco Central estarán orientadas a mejorar el control de la liquidez y consolidar la flexibilidad cambiaria, para que la tasa de interés constituya el principal instrumento de transmisión de la política monetaria.

Particularmente, en el corto plazo el Banco Central mantendrá su compromiso con los parámetros de la banda cambiaria. En el mediano plazo, continuará con la transición, gradual y ordenada, hacia la flotación cambiaria⁴³ y de esta forma cumplir con uno de los prerequisites en el proceso de avance hacia metas de inflación. Si bien, el Banco Central reconoce que el régimen de banda cambiaria evidencia la corrección de algunos de los problemas del régimen cambiario previo, tiene la particularidad de que todavía conlleva compromisos con los tipos de cambio de intervención, que podrían limitar la eficacia de la política monetaria. En línea con lo anterior, el Banco Central continuará apoyando los esfuerzos orientados a atraer un mayor número de participantes a los mercados de negociación de divisas y al surgimiento y desarrollo del mercado de coberturas cambiarias.

En el campo monetario, de cara a una administración activa de la liquidez, continuará el proceso para la adopción de una estrategia de control monetario, que permita consolidar la tasa de interés como principal instrumento de política⁴⁴. Particularmente, en los próximos meses la Institución continuará con sus esfuerzos por:

- i) Redefinir la tasa de política monetaria (TPM), para que constituya la tasa de referencia en torno a la cual se ubiquen las tasas de interés en el mercado de dinero.
- ii) Establecer un corredor de tasas de interés mediante la incorporación de una facilidad de depósito en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) a un día plazo, sin que ello desincentive el normal funcionamiento de las transacciones entre los entes financieros participantes en dicho mercado.

⁴³ El recuadro 2 del Informe de Inflación de Mayo 2010 (http://www.bccr.fi.cr/flat/bccr_flat.htm) describe la nueva clasificación de regímenes cambiarios que aplica el FMI.

⁴⁴ *Ibidem*. El capítulo 3 reseña las acciones en materia monetaria aplicadas por el Banco Central en los últimos tres años, con el objetivo de crear las condiciones propicias para consolidar la tasa de interés de corto plazo como el principal instrumento de política.

- iii) Crear instrumentos de captación a 7 y 14 días que le permitan al BCCR realizar una gestión de liquidez de corto plazo, sin tener que administrar saldos elevados de liquidez con los instrumentos de captación disponibles a un día plazo.
- iv) Una vez establecido el corredor de tasas de interés, el BCCR iniciará una intervención activa en el MIL drenando o inyectando recursos a un día plazo de acuerdo con las proyecciones diarias de liquidez.

Aunado a las acciones que buscan una mayor flexibilidad cambiaria y mejorar el control diario de la liquidez, el Banco Central 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 coadyuvar en el proceso de formación de las expectativas, lo cual finalmente es de esperar que contribuya al control de la inflación.

De manera subsidiaria y, en apego a lo dispuesto en su Ley Orgánica, las acciones del Banco Central también procurarán la ocupación plena de los recursos productivos del país así como mejorar la eficiencia, la competencia y estabilidad del sistema financiero costarricense.

En línea con lo anterior, el Banco Central además dedicará esfuerzos a dar impulso a desarrollos institucionales como los contenidos en los proyectos de ley de capitalización del Banco Central, supervisión consolidada, resolución bancaria y creación de un seguro de depósitos.

En el cuadro 12 se presentan las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2010-11 que dan sustento a la revisión del PM2010-11. 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 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.

Cuadro 12. Principales variables macroeconómicas 2009-11

	2009	Revisión Programa Macroeconómico	
		2010	2011
PIB			
En millones de colones	16.788.007,4	18.546.219,4	20.259.249,0
Real	-1,1%	4,0%	3,9%
Nominal	6,9%	10,5%	9,2%
Deflator implícito	8,0%	6,2%	5,2%
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	0,9%	2,4%	3,6%
Objetivo de inflación (tasa anual dic-dic)			
Medido con IPC	4% ^{1/}	5% (±1 p.p.)	4% (±1 p.p.)
Medido con ISI -informativa-	4% ^{1/}	5% (±1 p.p.)	4% (±1 p.p.)
Balanza de Pagos			
Cuenta corriente (%PIB)	-1,8%	-3,8%	-4,4%
Cuenta comercial (%PIB)	-8,5%	-10,3%	-11,3%
Cuenta de Capital y financiera (mill \$)	797	1.332	1.689
Sector Público	360	176	38
Sector Privado	437	1.156	1.651
De la cual IED	1.347	1.450	1.550
Sector Público Global Reducido (% PIB)			
Resultado Financiero	-3,9%	-5,2% ^{2/}	n.d.
Gobierno	-3,4%	-4,9% ^{2/}	n.d.
Resto SPNF	0,3%	0,1%	n.d.
BCCR	-0,8%	-0,4%	-0,4%
Sector Monetario (variación %)			
Liquidez en ¢	11,1%	9,3%	11,0%
Liquidez en \$	16,0%	9,1%	5,5%
Crédito sector privado ¢	8,3%	6,9%	6,9%
Crédito sector privado \$	-1,9%	-3,3%	1,8%

1/ Observado
2/ Estimación de Banco Central de Costa Rica.
Fuente: Banco Central de Costa Rica

5. BALANCE DE RIESGOS

Las proyecciones macroeconómicas antes suministradas fueron elaboradas con la mejor información disponible y suponen que el Banco Central ajustará la postura de su política monetaria en función del logro del objetivo de inflación. No obstante, como toda proyección macroeconómica, su valor predictivo está condicionado a la no materialización de algunos riesgos.

En el entorno externo, las principales fuentes de incertidumbre se refieren al ritmo de reactivación de la actividad económica y a la evolución de los precios de las materias primas.

- i) Existen dudas con respecto al ritmo de reactivación de la actividad económica mundial para el bienio 2010-11. De realizarse un retiro anticipado de los estímulos monetarios y fiscales en las economías desarrolladas, aunado a los problemas financieros de la Eurozona, las proyecciones de crecimiento de la economía mundial

se revisarían a la baja. Esta situación, por su efecto sobre la demanda externa reduciría las estimaciones de crecimiento de la producción interna, pero podría favorecer el objetivo de inflación anunciado. En caso contrario, una economía mundial creciendo más de lo previsto, por una parte podría generar un alza de la inflación importada y por otra, si lleva la producción local por encima de su nivel potencial, comprometería la consecución del objetivo inflacionario.

- ii) En cuanto a la evolución de los precios internacionales de las materias primas importadas, el riesgo se concentra, particularmente, en el comportamiento del precio del petróleo, afectado por condiciones geopolíticas, climáticas y preocupaciones ambientales. Si bien un precio promedio del barril del cóctel de hidrocarburos superior a \$89 y \$94 para el 2010 y 2011, respectivamente, tendría implicaciones directas sobre los precios de diversos bienes y servicios, el Banco Central debe mantenerse atento para evitar que ese comportamiento se propague al resto de la economía, por medio de los denominados efectos de segundo orden.

En el contexto interno, los principales factores de riesgo se refieren al comportamiento de las expectativas inflacionarias, al resultado financiero del Gobierno Central y del tipo de cambio nominal.

- i) Expectativas de inflación por encima del rango meta de inflación. De acuerdo con los modelos utilizados por el Banco Central, las expectativas de inflación y la brecha del producto son, en ese orden, las principales variables explicativas del comportamiento de corto plazo de la inflación⁴⁵.

Dentro de ese contexto, la reducción observada en las expectativas inflacionarias desde el cuarto trimestre del 2008 hasta el tercero del 2009, favorece la consolidación de niveles de inflación por debajo del promedio de los últimos años (superior al 10%). No obstante, expectativas del orden de 7,2% (encuesta mensual de julio 2010) y de 7,4% (encuesta del segundo trimestre 2010) ponen de manifiesto la dificultad para anclar las expectativas de los agentes económicos en torno al objetivo inflacionario, así como la necesidad de aunar esfuerzos con el Estado para impulsar medidas tendientes a revisar los modelos de fijación de precios y a reducir distorsiones que limitan la competencia.

- ii) Deterioro del resultado financiero del Gobierno Central mayor al considerado en las proyecciones macroeconómicas. Durante el 2009 se aplicaron medidas fiscales “anti-cíclicas” para amortiguar los efectos de la crisis económica global, cuyo efecto es difícil de eliminar o reducir una vez adoptadas. El financiamiento de un déficit del Gobierno Central superior al 4,9% del PIB, implícito en las proyecciones macroeconómicas, dependiendo del origen de los recursos que se utilicen para su financiamiento podría generar

⁴⁵ Ver “Dinámica inflacionaria y la Nueva Curva de Phillips en Costa Rica”. DIE-09-2003-DI/R, en <http://www.bccr.fi.cr/ndie/inflacion.htm>. En general la modelación utilizada por el Banco Central ha seguido los trabajos de Clarida, Galí y Gertler (1999) “The Science of Monetary Policy: a New Keynesian Perspective”. Journal of Economic Literature. Vol. XXXVII Dec. Pp.1661-1707.

comportamientos no previstos en las tasas de interés locales o en el tipo de cambio, que incidan sobre eficacia de la política monetaria.

- iii) Movimientos de capital de corto plazo que ubiquen el tipo de cambio en los límites de la banda cambiaria. Aunque se reconoce que el régimen de banda cambiaria ha permitido la corrección de algunos de los problemas del régimen de paridad deslizante (“minidevaluaciones”), implica todavía un riesgo para el accionar de la política monetaria, debido al compromiso del Banco Central de defender los tipos de cambio de intervención y, por consiguiente, la posibilidad de tener que afrontar variaciones no previstas en la liquidez en moneda nacional.