

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 7 del acta de la sesión 5485-2011, celebrada el 19 de enero del 2011,

**resolvió, en firme:**

aprobar el Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2011-2012, cuyo texto se copia a continuación:

## **Junta Directiva**

### **Presidente**

Dr. Rodrigo Bolaños Zamora

### **Ministro de Hacienda**

Dr. Fernando Herrero Acosta

### **Directores**

Dr. Bernal Jiménez Chavarría

Lic. Jorge Alfaro Alfaro

MEE José Eduardo Angulo Aguilar

Lcda. Laura Suárez Zamora

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 monetario<sup>1</sup> y sus revisiones.*

*En cumplimiento de lo anterior, con base en el diagnóstico de la situación económica del 2010 y las perspectivas económicas para los próximos veinticuatro meses, se establece como objetivo reducir la inflación de un 5,8% en diciembre del 2010 a un 5% y 4% en diciembre del 2011 y del 2012, en ese orden, en ambos casos con un rango de tolerancia de un punto porcentual ( $\pm 1$  p.p.).*

*Durante este periodo la política monetaria continuará dirigida a consolidar el proceso de desinflación observado en el bienio 2009-10, hasta alcanzar en el mediano plazo inflaciones convergentes con las que muestran los principales socios comerciales del país; por tanto, mantiene su orientación a mejorar la gestión de la liquidez, con el fin de que la tasa de interés constituya el principal instrumento de la política monetaria.*

*Como parte de ese proceso de mejora del control monetario, en el ámbito cambiario mantiene 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 futuros 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 en el periodo del Programa. 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.*

*Con esta publicación se atiende, además, lo señalado en el inciso f) del artículo 14 de la Ley 7558, que establece que el Banco Central publicará durante los meses de enero y julio un informe sobre la evolución de la economía en el semestre anterior.*

---

<sup>1</sup> A partir del 2007 se denomina Programa Macroeconómico, cuya consistencia es evaluada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral. 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](http://www.bccr.fi.cr/ndie).

## Índice

1. INTRODUCCIÓN .....	5
2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2010.....	6
2.1. Economía internacional .....	6
2.2. La economía costarricense.....	9
2.2.1. Precios .....	9
2.2.2. Actividad económica .....	11
2.2.3. Balanza de pagos.....	15
2.2.4. Finanzas públicas.....	16
2.2.5. Tasas de interés, liquidez y tipo de cambio.....	18
3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2011-12 .....	22
4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA .....	25
5. BALANCE DE RIESGOS .....	30

## PROGRAMA MACROECONÓMICO 2011-12<sup>2</sup>

### 1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) presenta el Programa Macroeconómico 2011-12 (PM 2011-12) con la finalidad de comunicar a la sociedad sus objetivos y la orientación de la política monetaria y cambiaria, tendiente a consolidar el proceso de desinflación observado en los últimos dos años y alcanzar en el mediano plazo inflaciones convergentes con las de los principales socios comerciales del país. Lo anterior en consonancia con el mandato asignado en su Ley Orgánica, de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas.

Este PM 2011-12 inicia con un diagnóstico de la economía internacional y de la situación macroeconómica interna durante el 2010. Partiendo de la mejor información disponible, en la tercera sección se presentan las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2011-12. La cuarta sección expone los objetivos y la orientación de políticas monetaria y cambiaria para este período, que reafirman el compromiso del Banco Central de consolidar, en un contexto de recuperación económica, la tendencia a la reducción de la inflación observada desde diciembre del 2008, así como de continuar con el proceso de mejora del control de la liquidez para que la tasa de interés constituya el principal instrumento de la política monetaria. En la última parte se mencionan algunos riesgos que, de materializarse, afectarían la consecución del objetivo inflacionario.

El PM 2011-12 establece como objetivo reducir la inflación de 5,8% en diciembre del 2010 a 5% en diciembre del 2011 y a 4% a diciembre del 2012, en ese orden, en ambos casos con un rango de tolerancia de un punto porcentual ( $\pm 1$  p.p.). Desde el punto de vista del objetivo de mantener la estabilidad externa de la moneda nacional el programa contempla un resultado de la balanza de pagos consistente con las fuentes estructurales de financiamiento de mediano y largo plazo.

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, la promoción de la eficiencia, competencia y estabilidad del sistema financiero costarricense, el adecuado uso de las reservas internacionales para el logro de la estabilidad económica así como mejorar la eficiencia del sistema de pagos.

El objetivo de inflación para el 2011 es el mismo que se estableció y orientó la política del Banco Central en el 2010 y fue ajustado al alza para el 2011, en relación con lo establecido en el Programa Macroeconómico 2010-11, considerando que tanto el entorno internacional (recuperación más lenta de los principales socios comerciales y tendencia al alza en los precios de bienes importados, entre otros petróleo y alimentos) como el interno (mayor déficit fiscal,

---

<sup>2</sup> Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 7 del acta de la sesión 5485-2011 del 19 de enero del 2011.

recuperación del crédito al sector privado y un crecimiento económico alrededor del 4%) harían costoso en términos de la ocupación de los recursos lograr una inflación menor. Asimismo, la tasa de desempleo está por encima de lo normal, persisten holguras de capacidad, el tipo de cambio real muestra una apreciación y existen rigideces a la baja en precios (bienes y servicios regulados, salarios y servicios de ajuste periódico).

Sin embargo, el BCCR desea destacar que hará sus mejores esfuerzos para que los resultados del 2011, permitan continuar con la tendencia a la baja en la tasa de inflación en el bienio 2011-12 en relación con la observada en el 2010.

Desde el punto de vista de la estabilidad externa el ejercicio del Programa Macroeconómico contempla que los flujos externos serán suficientes para financiar el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. Por su parte el tipo de cambio nominal fluctuará dentro de la banda como parte de la transición hacia la flotación cambiaria.

Cabe señalar que este ejercicio no contempla los posibles impactos que sobre las variables macroeconómicas tendría la aprobación del Proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria, en particular sobre la inflación. Al aprobarse la reforma fiscal, el Banco Central ajustará su programación macroeconómica con el fin de adecuarla a la nueva realidad económica. En particular, estimará los potenciales efectos de la mayor carga tributaria sobre el nivel del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

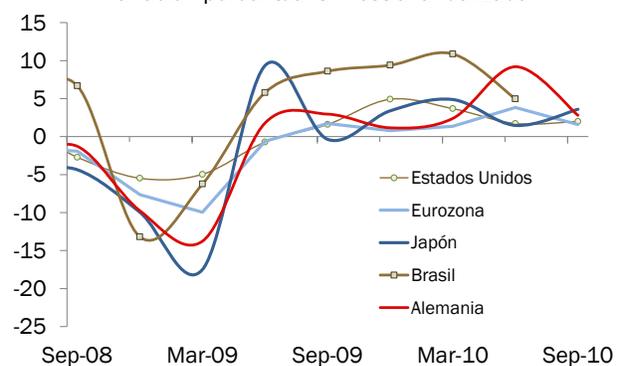
## 2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2010

### 2.1. Economía internacional

En el 2010 la producción mundial retomó la senda de crecimiento, luego de la recesión más profunda de la historia reciente. La dinámica económica se manifestó a diferentes ritmos; mientras en las economías desarrolladas fue moderada pero sostenida, en las emergentes y en desarrollo el desempeño fue más vigoroso.

En los países desarrollados, el impacto de los estímulos monetarios sobre la actividad real mermó a partir del segundo trimestre del 2010, situación que alimentó la incertidumbre con respecto a la solidez de la recuperación<sup>3</sup>.

**Gráfico 1. Producto Interno Bruto de países seleccionados**  
-variación porcentual trimestral anualizada-



Nota: Para Japón y Eurozona las variaciones del tercer trimestre del 2010 son preliminares.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Eurostat y Oficina del Gabinete (Japón).

<sup>3</sup> En las economías desarrolladas el crecimiento anualizado pasó de 2,8% en el primer trimestre a 2,4% en el segundo; particularmente, en Estados Unidos el crecimiento fue de 3,7% en el primer trimestre mientras en el segundo y tercero de 1,7% y 2,6%, en ese orden.

La pérdida de dinamismo en la actividad económica de los países avanzados se presentó en otros indicadores relacionados. La producción industrial mostró una clara tendencia descendente hasta el punto que las tasas de crecimiento fueron prácticamente nulas y en algunos casos (como Japón) incluso negativas.

Asimismo, las exportaciones mundiales y los indicadores de confianza de los consumidores y empresarios<sup>4</sup>, en especial para la economía estadounidense, se deterioraron en la segunda parte del año. Las exportaciones luego de registrar tasas interanuales de 27,7% y 25,8% en el primer y segundo trimestre del año, crecieron un 18,1% en el tercero.

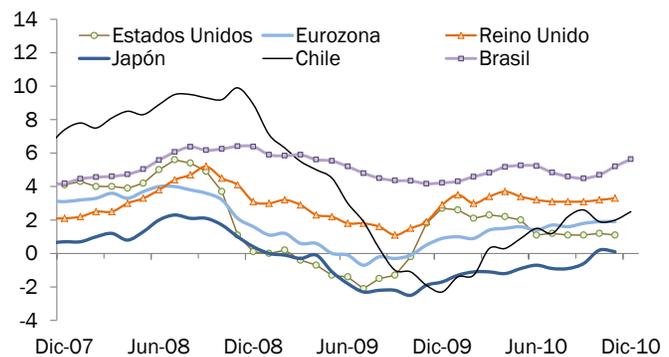
Uno de los mayores obstáculos que enfrentaron las economías desarrolladas durante el proceso de recuperación fue el crecimiento poco estable del consumo. La permanencia de altas tasas de desempleo y la debilidad del sector inmobiliario continuaron minando la confianza de las familias, incidiendo de esta forma sobre las decisiones de consumo.

Ante esta situación, algunos bancos centrales y gobiernos aún aplican medidas para incentivar la producción. El agotamiento del espacio fiscal propició mayores expansiones monetarias<sup>5</sup>, que a la fecha no han derivado en presiones inflacionarias, y en una “guerra” cambiaria para estimular exportaciones, especialmente en China, Japón y Estados Unidos.

Las economías emergentes de Asia y América Latina (en particular China, India y Brasil) mostraron a lo largo del 2010 un crecimiento acelerado en su producción, explicado por la demanda interna, el incremento en el volumen de exportaciones, el ingreso de inversión extranjera directa y otros flujos de capital<sup>6</sup>. No obstante, durante el tercer trimestre este crecimiento se desaceleró, en parte por la pérdida de ritmo en la recuperación de las economías desarrolladas y por los ajustes en la postura de política monetaria en los países emergentes<sup>7</sup>.

En los países desarrollados, la lenta recuperación de la demanda interna

**Gráfico 2. Variación porcentual interanual de precios en países seleccionados**



Fuente: Bloomberg y bancos centrales.

<sup>4</sup> Para mayor detalle ver los índices publicados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico para Estados Unidos, Eurozona, Reino Unido y Japón en <http://stats.oecd.org/index.aspx>, Monthly Economic Indicators, Composite Leading Indicator.

<sup>5</sup> La Reserva Federal de los Estados Unidos anunció en último trimestre del 2010 que mantendrá las tasas de interés bajas por más tiempo y ampliará su programa de compra de títulos del tesoro de largo plazo en \$600.000 millones hasta el segundo trimestre del 2011. Por su parte, el Banco de Japón mantiene una postura de política monetaria expansiva (tasa de interés cercana a cero) y la extensión de facilidades de crédito.

<sup>6</sup> El incremento en los flujos de capital hacia las economías emergentes explica, en gran medida, la apreciación generalizada que experimentan las monedas latinoamericanas con respecto al dólar, situación que trató de atenuarse con controles al ingreso de capital de corto plazo e intervención de bancos centrales en los mercados cambiarios con la compra de reservas internacionales.

<sup>7</sup> Por ejemplo, según la Oficina Nacional de Estadísticas de China, este país creció a una tasa interanual de 9,6% en el tercer trimestre del 2010, en tanto que en el primero y segundo trimestre el crecimiento fue de 11,9% y 10,3%, en su orden.

hizo posible que la inflación se mantuviera baja y en el caso de los países emergentes, a excepción de China<sup>8</sup>, el dinamismo de la demanda interna aún no ha generado presiones sobre la inflación.

En lo que respecta a las materias primas, el precio de los metales, los alimentos y el petróleo continuaron aumentando durante el 2010. En el caso de los alimentos, en especial el trigo y el maíz, se observó un aumento en los precios a partir del tercer trimestre del año, atribuido sobre todo a las expectativas sobre eventuales problemas de oferta<sup>9</sup>. Por su parte, el aumento anual de 28% en el precio medio del petróleo<sup>10</sup> estuvo acorde con las expectativas de crecimiento económico y el aumento en los inventarios (tenencias de petróleo) observado en los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) durante el 2010.

En relación con los mercados financieros, los problemas fiscales en algunos países europeos generaron mayor incertidumbre y percepción de riesgo en el primer semestre del 2010, lo cual se reflejó en un aumento temporal en la volatilidad de los mercados y en caídas en las bolsas internacionales<sup>11</sup>.

Todavía persisten dudas sobre la sostenibilidad de los niveles de deuda de largo plazo de varios países, en especial de la Eurozona, y los resultados que tendrían las reformas fiscales recientemente adoptadas. Pese a ello, los mercados financieros se han estabilizado (menor volatilidad) y se observa un aumento en la actividad bursátil, particularmente, en los mercados de países emergentes, asociado en gran medida a la entrada de capitales.

No obstante el menor ritmo de recuperación de las economías desarrolladas a partir del segundo trimestre del 2010, los analistas internacionales estiman que el PIB mundial creció entre 3,8% y 4,8% en ese año. Las proyecciones para el 2011 y 2012 muestran tasas más moderadas.

**Cuadro 1. Proyecciones de crecimiento del PIB**  
-variación porcentual anual-

	FMI	Banco Mundial	Consensus Forecasts	Promedio
<b>2010</b>				
Mundo	4,8	3,9	3,8	4,2
Países Desarrollados	2,7	2,8	n.d	2,8
<i>Estados Unidos</i>	2,6	2,8	2,7	2,7
<i>Eurozona</i>	1,7	1,7	1,6	1,7
<i>Japón</i>	2,8	4,4	3,0	3,4
<i>Reino Unido</i>	1,7	n.d	1,7	1,7
Países Emergentes	7,1	7,0	n.d	7,1
<i>América Latina</i>	5,7	5,7	5,5	5,6
<b>2011</b>				
Mundo	4,2	3,3	3,1	3,5
Países Desarrollados	2,2	2,4	n.d	2,3
<i>Estados Unidos</i>	2,3	2,8	2,4	2,5
<i>Eurozona</i>	1,5	1,4	1,4	1,4
<i>Japón</i>	1,5	1,8	1,2	1,5
<i>Reino Unido</i>	2,0	n.d	2,0	2,0
Países Emergentes	6,4	6,0	n.d	6,2
<i>América Latina</i>	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>2012</b>				
Mundo	4,6	3,6	n.d	4,1
<i>Estados Unidos</i>	2,6	2,9	n.d	2,8
<i>Eurozona</i>	1,7	2,0	n.d	1,9
<i>Japón</i>	1,7	2,0	n.d	1,9

Fuente: FMI World Economic Outlook (oct-10), Consensus Forecasts (nov-10) y Banco Mundial (ene-11).

<sup>8</sup> En China los precios subieron un 4,6 por ciento anual en diciembre del 2010, desacelerándose desde el máximo en 28 meses del 5,1 por ciento en noviembre. El Banco de China ha aumentado en varias ocasiones las tasas para depósitos y préstamos interbancarios, con la intención de restablecer tasas de interés reales positivas y reducir las presiones inflacionarias.

<sup>9</sup> Por ejemplo, en Rusia, tercer productor mundial de trigo, la caída en la producción de este producto por condiciones climáticas extremas llevó a restringir sus exportaciones hasta julio del 2011. A pesar del alza registrada a partir de agosto el precio medio del trigo en el 2010 fue similar al del año previo. En el caso del maíz su precio medio aumentó en 12% en el 2010.

<sup>10</sup> Considera un promedio simple del precio en dólares por barril del Brent, West Texas Intermediate y el Dubai Fateh.

<sup>11</sup> Cuando se anunciaron los problemas de deuda de algunos países europeos, la incertidumbre del mercado se fundamentó en la posibilidad de contagio a otras economías por medio del sistema financiero y en la percepción de que los bancos comerciales estaban en riesgo por poseer cantidades importantes de bonos soberanos.

## 2.2. La economía costarricense

### 2.2.1. Precios

La inflación general, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue de 5,8% en diciembre del 2010. Con este resultado por segundo año consecutivo la inflación alcanzó una tasa de un dígito y se mantuvo dentro del rango meta establecido por el Banco Central en su Programa Macroeconómico.

**Cuadro 2. Índice de Precios al Consumidor (IPC)**

	2007	2008	2009	2010
Variación porcentual:				
Interanual	10,8	13,9	4,0	5,8
Promedio	9,4	13,4	7,8	5,7

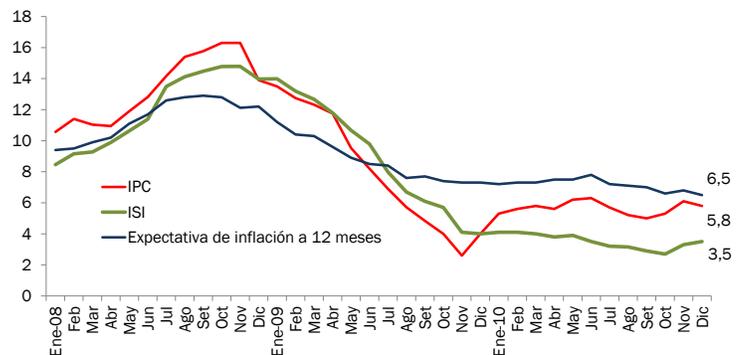
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Durante el 2010, la variación media de la inflación (5,7%) resultó inferior en 2,1 puntos porcentuales (p.p.) a la observada en el 2009, lo que confirma el proceso de desinflación de la economía costarricense<sup>12</sup>.

Al desagregar la evolución del IPC por grupos, el de alimentos y bebidas no alcohólicas fue el que registró el mayor aporte porcentual a la variación acumulada de diciembre (33,6%), debido especialmente al comportamiento de los bienes de origen agrícola (hortalizas, leguminosas y tubérculos), que acumularon un 39,3%. Asimismo, destacaron los grupos de alquiler y servicios de la vivienda y de transporte. Estos tres grupos explicaron el 67,3% de la variación del IPC.

En el grupo de alquiler y servicios de la vivienda destacaron los servicios de agua y electricidad, cuyos precios acumularon una variación de 26,5% y 7,2%, respectivamente, y explicaron un 59% del aporte de dicho grupo al resultado general. Por su parte, en transporte el mayor aporte positivo provino de los servicios de taxi y autobús, con un crecimiento de 30,1% y 5,5%, en ese orden; en tanto que los combustibles acumularon una variación de 1,5%.

**Gráfico 3. Indicadores de precios**  
-variación porcentual interanual-



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

Con excepción de los bienes agrícolas, los demás bienes y servicios citados en los párrafos anteriores forman parte del componente regulado de la canasta del IPC, con una ponderación de

<sup>12</sup> Esta situación es más notoria al comparar ese resultado con el promedio registrado entre el 2000 y el 2008 (11,2%).

alrededor del 20%. Como se aprecia en el cuadro 2, un 29,9% de la inflación del 2010 se originó en este componente, en especial por el comportamiento de los servicios de transporte público, agua y electricidad.

Al considerar los subíndices de transables y no transables, la evolución de la inflación se explicó por los ajustes en los precios de los bienes y servicios no transables, que a diciembre crecieron un 8,6%, con un aporte porcentual a la variación acumulada del IPC del 93,5%.

De la evolución del componente transable del IPC se infiere que la inflación importada no fue un factor relevante para explicar la inflación interna. Este resultado estuvo asociado con la tendencia a la baja que mostraron los precios promedio de los granos básicos en el mercado internacional (a pesar de que el maíz y el trigo revirtieron la tendencia a la baja a partir de agosto) y la apreciación del colón con respecto al dólar estadounidense.

En efecto, la apreciación de la moneda local (12,2%) en el 2010<sup>13</sup>, junto con la reducción en los precios medios de algunos granos básicos (arroz y soya) y la moderación en el crecimiento de otros (maíz y trigo)<sup>14</sup> en el mercado internacional, compensaron el alza de 28% del precio medio en dólares del petróleo.

Al descomponer la inflación según presiones alcistas (cuadro 3), se observa que la presión inflacionaria estuvo concentrada en la canasta de alimentos y de regulados, tal como se indicó en párrafos anteriores.

**Cuadro 3. IPC: Regulados y no regulados aporte porcentual al resultado acumulado**

	A diciembre del 2010		
	Variación % acumulada	Aporte % variación acumulada	Ponderación % en la canasta dic 09
<b>IPC</b>	<b>5,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Regulados</b>	<b>8,6</b>	<b>29,9</b>	<b>20,3</b>
de los cuales:			
Transporte en taxi	30,1	9,1	1,8
Servicio de agua	26,5	6,6	1,4
Servicio de electricidad	7,2	5,1	4,2
Pasaje de autobús	5,5	3,0	3,2
Combustibles para vehículo	1,5	1,2	4,7
<b>No regulados</b>	<b>5,1</b>	<b>70,1</b>	<b>79,7</b>
de los cuales:			
Hortalizas, leguminosas y tubérculos	39,3	15,9	2,4

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

**Cuadro 4. IPC: Descomposición de la inflación según presiones alcistas a diciembre 2010**

	Variación porcentual interanual					Participación porcentual en la aceleración a dic-10
	Dic-09	Mar-10	Jun-10	Sep-10	Dic-10	
<b>IPC</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>	<b>100,0</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>5,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>-20,6</b>
Transables	2,5	1,8	1,4	0,0	0,3	-33,3
No transables	7,8	6,5	7,3	7,3	7,1	-6,4
<b>Regulados</b>	<b>6,8</b>	<b>13,1</b>	<b>13,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>	<b>19,1</b>
<b>Alimentos</b>	<b>0,8</b>	<b>3,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>8,1</b>	<b>120,6</b>
Pan, cereales y aceites	1,8	4,5	4,1	3,5	7,2	16,6
Carnes	0,6	3,1	3,0	2,3	4,3	10,4
Productos lácteos y huevos	5,9	0,3	2,9	1,1	2,8	-6,6
Hortalizas, leguminosas, tubérculos y	-20,1	0,4	13,5	17,7	26,5	105,4
Comidas y bebidas fuera del hogar	7,4	6,1	6,1	6,4	6,4	-3,7
Otros	6,8	4,2	4,2	5,0	5,3	-4,2

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

<sup>13</sup> Calculado con el promedio mensual del tipo de cambio de referencia de compra y de venta del dólar estadounidense de diciembre 2009 y diciembre del 2010.

<sup>14</sup> Estos precios se redujeron en el 2009; el precio promedio del maíz, trigo, arroz y harina de soya cayó en 25%, 31%, 15% y 2% con respecto al 2008. En ese mismo orden, el precio promedio durante el 2010 mostró una variación de 12%, 0%, -12% y -8% respectivamente. Sin embargo, los precios del maíz y del trigo mostraron entre agosto y diciembre una tasa de crecimiento interanual promedio de 37% y 35%, respectivamente.

En el caso de los alimentos, la mayor participación porcentual en la aceleración se generó en el rubro hortalizas, leguminosas, tubérculos y frutas, cuyo precio mostró un repunte a partir de mayo y en diciembre registró un crecimiento interanual de 26,5% (-20,1% en diciembre del 2009). Por su parte, en el caso de los regulados (excluyendo arroz), la presión se originó en los servicios, los cuales presentaron en diciembre una variación interanual de 10,5%.

Cabe indicar que las presiones alcistas antes indicadas fueron atenuadas por el comportamiento de los rubros transables y no transables, ambos excluyendo alimentos; así como por el de los productos lácteos, huevos y comidas fuera del hogar, que tuvieron un aporte negativo a la aceleración de la inflación<sup>15</sup>.

Por otra parte, la presión inflacionaria también estuvo asociada con expectativas de inflación, que a pesar de la reducción que presentaron en el 2010<sup>16</sup>, se mantuvieron por encima del rango meta de inflación.

El Índice Subyacente de Inflación (ISI)<sup>17</sup>, indicador más asociado al fenómeno monetario y sobre el cual la política monetaria tiene mayor influencia, continuó en el 2010 con la tendencia desacelerada del 2009, alcanzando un crecimiento acumulado de 3,5%. Al reagrupar la canasta del ISI según bienes y servicios, se determinó que la mayor participación porcentual en la desaceleración observa en el 2010 con respecto al 2009 provino de los servicios (61,2%), destacando los servicios médicos y alimentos fuera del hogar.

En síntesis, la evolución de la tasa de cambio de los precios durante el 2010 respondió, especialmente, a un incremento más rápido en los precios de los alimentos de origen agrícola y de los servicios regulados, elementos difíciles de controlar en el corto plazo con acciones de política monetaria. Este comportamiento se presentó en un contexto macroeconómico que si bien no evidenció presiones de demanda interna ni un efecto importante de la inflación importada, exhibió expectativas inflacionarias por encima de la meta de inflación y de las tasas de variación observadas para los diferentes indicadores de precios.

### 2.2.2. Actividad económica

Se estima que la actividad económica del país, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), registró un crecimiento en términos reales de 4,2% en el 2010, lo que representó una recuperación de 5,5 p.p. en comparación con la caída de 1,3% registrada en el 2009.

La evolución en la producción durante el 2010 fue similar a la observada para la economía mundial, ya que mostró un proceso de recuperación en comparación con el 2009, pero tendió a perder dinamismo conforme avanzó el año.

<sup>15</sup> Para mayor detalle ver el Informe de Inflación de Noviembre de 2010 ([http://www.bccr.fi.cr/flat/bccr\\_flat.htm](http://www.bccr.fi.cr/flat/bccr_flat.htm)).

<sup>16</sup> La expectativa media de inflación anual durante el 2010 fue de 7,2%, mientras en el año previo alcanzó 8,7%.

<sup>17</sup> El ISI excluye los precios de los productos más afectados por estacionalidad, por factores irregulares de naturaleza climática, los fijados por la Autoridad Reguladora de Servicios Públicos (energía eléctrica, agua, teléfono, gas, combustibles y taxi, entre otros) y los ajustados una o dos veces al año (universidades, colegios y escuelas). En total, excluye un 30,7% del peso del IPC.

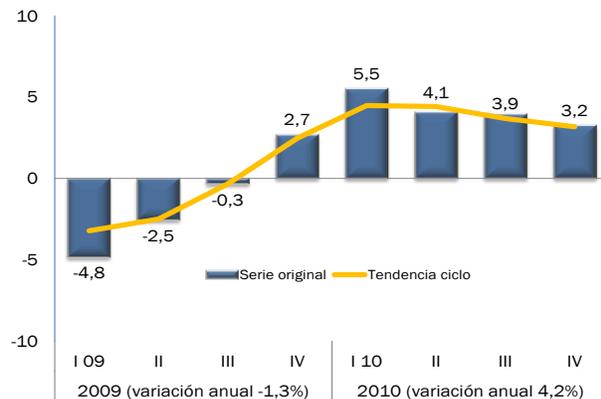
El proceso de recuperación de la producción inició a partir del segundo semestre del 2009 con un crecimiento interanual de 1,2% y se aceleró en la primera mitad del 2010 cuando el PIB creció un 4,8%; en el segundo semestre del 2010 el crecimiento se moderó, ubicándose en 3,6%.

El incremento de la producción en el 2010 estuvo liderado por el crecimiento de la manufactura, el dinamismo de la actividad de servicios y la actividad agropecuaria. Además se sumó la recuperación de comercio, restaurantes y hoteles, cuya producción reflejó variaciones interanuales negativas durante la mayor parte del 2009, y la aceleración de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones. Por otra parte, actividades como la construcción, registraron una contracción durante todo el 2010.

Las actividades manufacturera y agropecuaria presentaron en el 2010 una variación anual de 3,7% y 6,5% respectivamente, ambas con un mayor crecimiento durante el primer semestre del año, determinado principalmente por el incremento en las ventas externas<sup>18</sup>.

La actividad de comercio, restaurantes y hoteles creció un 4,4% en el 2010, consistente con el crecimiento de la demanda interna y la recuperación de la demanda externa de servicios. La producción de la actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones aumentó 6,4% en el 2010 ante una mayor demanda de servicios vinculados al comercio exterior para el transporte de mercancías, los relacionados con el

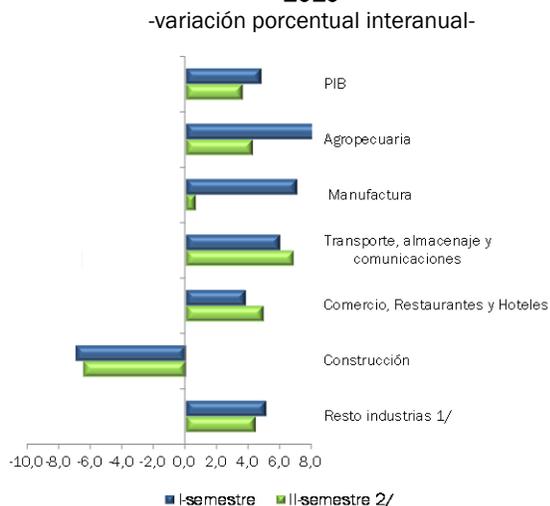
**Gráfico 4. Producto Interno Bruto real trimestral 1/**  
-variación porcentual interanual-



1/ Preliminar 2010.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Gráfico 5. Valor Agregado de las principales industrias en el 2010**  
-variación porcentual interanual-



1/ Incluye los servicios de electricidad y agua, transporte, almacenamiento y comunicaciones; intermediación financiera, actividades inmobiliarias, servicios prestados a empresas, servicios de administración pública; servicios comunales, sociales y personales.

2/ Preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>18</sup> La manufactura creció un 7,0% en el primer semestre del año, respecto al mismo periodo del 2009, en tanto que en la segunda parte del año mostró una significativa desaceleración, principalmente, por la moderación en las ventas externas tanto de empresas de zonas francas como del régimen regular. En la industria agropecuaria, el crecimiento interanual del primer semestre fue 8,4% explicado por la producción de melón, banano y piña; mientras que en el segundo semestre el crecimiento tendió a moderarse, debido a condiciones climáticas que afectaron adversamente la producción de piña y leche fresca.

turismo y el incremento en la demanda por servicios de comunicación.

La industria de la construcción mostró una reducción en su nivel de producción de 6,7% en el 2010, aunque al final del año se observó una leve recuperación asociada a la reanudación de obras civiles privadas, como vivienda y otras edificaciones no residenciales. Esta fue la única actividad que mostró tasas negativas en el 2010, aunque los indicadores mensuales de actividad económica señalan que la construcción dejó de decrecer en octubre del 2010.

El resto de actividades de servicios crecieron 4,7% durante el 2010, principalmente, por los servicios prestados a empresas y por los servicios comunales, sociales y personales.

Desde el punto de vista de los componentes del gasto, el mayor dinamismo de la actividad económica durante el 2010 estuvo asociado con la expansión de la demanda interna, que creció 8,7% (-8,9% en el 2009), y contribuyó con 8 p.p. a la tasa de crecimiento del PIB. La demanda externa neta, por su parte, registró un aporte negativo de 3,8 p.p., debido a que el crecimiento de las importaciones en términos reales (14,2%) fue superior al de las exportaciones (4,8%).

**Cuadro 5. Producto Interno Bruto real según gasto <sup>1/</sup>**  
-variación porcentual interanual-

	2009				2010			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Producto Interno Bruto real</b>	-4,8	-2,5	-0,3	2,7	5,5	4,1	3,9	3,2
Gasto de consumo final	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	3,3	3,9	4,9
Consumo Final de Hogares	1,5	1,6	1,3	1,5	1,8	3,0	3,6	4,8
Consumo de Gobierno	6,3	6,8	7,0	6,9	6,0	5,9	5,7	6,0
Formación de capital	-37,3	-41,7	-41,8	-20,2	23,1	27,8	58,8	6,7
De la cual Formación Bruta Capital Fijo	-9,1	-14,1	-11,4	-4,8	1,3	3,3	3,5	2,3
Exportaciones de bienes y servicios	-15,1	-8,3	-3,8	4,0	14,6	4,1	1,1	0,6
Bienes	-15,5	-6,8	-0,7	4,9	15,0	2,1	-0,2	-0,2
Servicios	-13,9	-14,0	-15,0	1,0	13,5	12,5	6,5	3,5
Importaciones de bienes y servicios	-24,8	-25,2	-21,6	-6,6	18,8	13,6	20,3	4,6
Bienes	-25,7	-26,1	-23,6	-6,7	18,4	14,3	22,1	3,3
Servicios	-17,9	-17,7	-6,6	-5,4	21,3	9,0	9,0	13,7

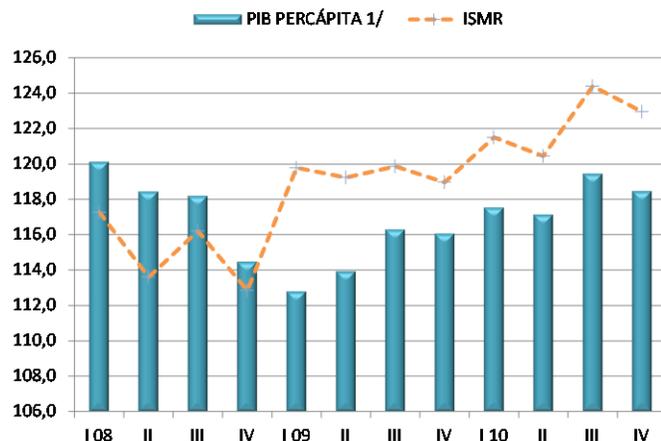
<sup>1/</sup>Preliminar 2010.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crecimiento de la demanda interna (8,7%) estuvo determinado, principalmente, por la evolución de la formación bruta de capital que aportó 5,7 p.p. a dicho crecimiento. La recuperación de este rubro obedeció, en mayor medida, al proceso de reposición de inventarios por parte de las empresas, concentrado en los tres primeros trimestres del año, y en menor grado, a la evolución de la formación bruta de capital fijo.

Asimismo, el consumo final de los hogares continuó consolidándose en

**Gráfico 6. Índice de Salario Mínimo real y PIB real Percápita**



<sup>1/</sup> Preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

el 2010 con un crecimiento de 3,4%, comportamiento asociado principalmente al aumento de 3,9% en el ingreso disponible real<sup>19</sup>. De igual forma, la evolución del consumo de los hogares fue consistente con los mayores niveles de salario real y de empleo.

Por su parte, el gasto en consumo final del Gobierno General mostró un impulso de 5,9% en términos reales (6,7%, en el 2009), evidenciando la continua expansión fiscal proveniente de mayores gastos en educación y salud.

La demanda externa registró un crecimiento medio anual de 9% durante los primeros seis meses del año. La recuperación de las exportaciones se presentó a partir del último trimestre del 2009, alcanzando un crecimiento máximo de 14,6% en el primer trimestre de 2010, mientras el segundo semestre del año se caracterizó por un proceso de desaceleración, concentrada en el último trimestre debido a las menores ventas externas de productos agrícolas y manufacturados.

En lo que respecta a las importaciones de bienes y servicios, éstas aumentaron a una tasa media anual de 14,2%, impulsadas por la adquisición de materias primas y bienes de consumo, en respuesta a la recuperación de la producción, al aumento en el consumo final y a la reposición de inventarios observada durante la mayor parte del año.

La reactivación de la actividad económica también se manifestó en indicadores como el empleo y las ventas de combustible y electricidad. Al término de noviembre, el empleo medido con base en las estadísticas de cotizantes para la Caja Costarricense de Seguro Social<sup>20</sup>, mostró una variación interanual de 3,2%,

Por su parte, los resultados de la Encuesta Nacional de Hogares del Instituto Nacional de Estadística y Censos, donde se aplicó una nueva metodología<sup>21</sup>, muestran que la tasa de desempleo disminuyó entre julio del 2009 y

julio del 2010 de 8,4% a 7,3%. Además, los volúmenes de las ventas de gasolina y electricidad<sup>22</sup> crecieron a una tasa media de 3,4% y 4,1% respectivamente (3,8% y -2,3% en el 2009).

**Cuadro 6. Indicadores de empleo y desempleo** <sup>1/</sup>

Julio de cada año

	Población en condición de actividad <sup>2/</sup>	Fuerza de trabajo <sup>2/</sup>	Tasa neta de participación (%)	Ocupados <sup>2/</sup>	Desocupados <sup>2/</sup>	Tasa de desempleo abierto (%)
2009 <sup>3/</sup>	3.394.391	2.051.263	60,4	1.879.058	172.205	8,4
2010 <sup>3/</sup>	3.472.023	2.051.696	59,1	1.902.164	149.532	7,3

1/ En el 2010 el Instituto Nacional de Estadística y Censos modificó la metodología para medir el empleo y la pobreza. Con fines comparativos, calculó esas cifras para el 2009 empleando ambas metodologías.

2/ Número de personas.

3/ La población en condición de actividad se refiere a las personas de 15 años o más.

Fuente: Encuesta Nacional de Hogares, Instituto Nacional de Estadística y Censos.

<sup>19</sup> Como resultado, básicamente, de la recuperación del nivel de producción, dado que en el 2010 los términos de intercambio prácticamente no variaron.

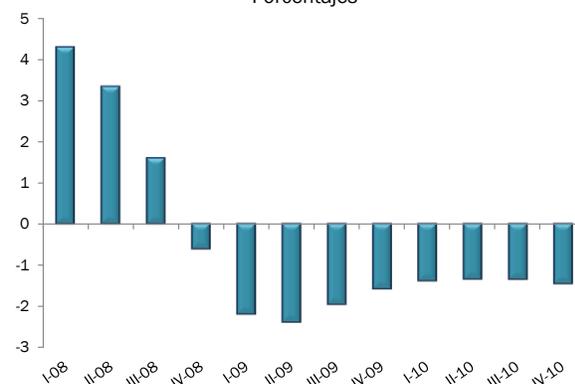
<sup>20</sup> No incluye a los asegurados por cuenta propia.

<sup>21</sup> La nueva metodología incorporó cambios para adaptar la encuesta a las actuales condiciones demográficas, económicas y sociales del país, por lo cual los indicadores obtenidos para el 2009 y 2010 no son comparables directamente con los datos de los años anteriores de la Encuesta de Hogares de Propósitos Múltiples.

<sup>22</sup> Para el caso de las ventas de electricidad la información corresponde al mes de octubre.

Pese a la mejora comentada para la demanda global, y en particular de la demanda interna, ésta no constituyó una fuente de presión inflacionaria durante el 2010, pues se estima que la producción aún continúa en un nivel inferior a su potencial (la brecha del producto es negativa)<sup>23</sup>.

**Gráfico 7. Brecha del Producto**  
Porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

### 2.2.3. Balanza de pagos

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

En el 2010 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó un 3,6% del PIB (2% en 2009), porcentaje inferior a la estimación contemplada en la revisión del PM2010-11 de julio<sup>24</sup> (3,8%). Este comportamiento estuvo determinado por un mayor

déficit comercial de bienes (11,6% del PIB, superior en 3 p.p. al del 2009), que reflejó entre otros, el aumento del valor de las compras externas de bienes, asociado al mayor dinamismo de la actividad económica local y al incremento en el valor de la factura petrolera (tanto por mayor volumen como por cotizaciones medias más altas).

**Cuadro 7. Balanza de pagos**  
-millones de dólares-

	2009		2010	
	I Sem	II Sem	I Sem	II Sem <sup>1/</sup>
<b>Cuenta corriente/PIB anual</b>	<b>0,3%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-2,5%</b>
<b>Cuenta corriente</b>	<b>87</b>	<b>-663</b>	<b>-404</b>	<b>-895</b>
Bienes	-905	-1.607	-1.762	-2.389
Exportaciones FOB	4.320	4.518	4.792	4.624
Importaciones CIF	5.225	6.124	6.555	7.014
De los cuales hidrocarburos	511	728	819	782
Servicios	1.353	1.307	1.579	1.646
De los cuales viajes	805	643	917	723
Renta y transferencias	-361	-364	-221	-152
<b>Cuenta de capital y financiera</b>	<b>43</b>	<b>794</b>	<b>414</b>	<b>1.445</b>
Cuenta de capital	11	47	25	25
Cuenta financiera	31	747	389	1.421
Sector público	-71	373	-14	380
Sector privado	103	373	403	1.041
De los cuales IED	643	704	681	769
<b>Activos de reserva</b>	<b>-130</b>	<b>-130</b>	<b>-10</b>	<b>-551</b>
(-aumento, + disminución)				

1/ Preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>23</sup> El producto potencial se refiere al nivel máximo de producto que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, entendiendo pleno empleo como el nivel de utilización de recursos que no genera presiones inflacionarias. La brecha del producto es la diferencia entre el producto efectivo y el potencial, como proporción del producto potencial.

<sup>24</sup> El mejor desempeño del sector servicios, en especial las actividades transables de informática y otros servicios empresariales, contribuyó a reducir el déficit en la cuenta corriente.

El efecto del mayor déficit comercial de bienes fue parcialmente compensado por el superávit generado por la cuenta de servicios, en particular por el repunte en la actividad turística receptiva y el desempeño de los centros de negocio, en especial de informática y procesamiento de información.

Los flujos financieros del exterior, incluidos los de Inversión Extranjera Directa (IED), financiaron en su totalidad la brecha en la cuenta corriente. Se estima que durante el 2010, la cuenta de capital y financiera alcanzó \$1.859 millones, \$1.022 millones más en relación con lo observado en el 2009. Influyó en ese resultado el mayor financiamiento neto tanto para el sector público como privado.

En línea con el comportamiento de las transacciones reales y financieras de la balanza de pagos, el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) mostró un incremento de \$561 millones. Entre los principales factores que determinaron el resultado de las RIN están las compras dentro del Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales por \$265,2 millones, ingresos netos por títulos de deuda interna y externa en moneda extranjera del Banco Central y del Ministerio de Hacienda por \$106,5 millones, reducción de depósitos de los intermediarios financieros en el Banco Central por \$83,4 millones y desembolsos netos de la deuda externa en favor del sector público<sup>25</sup>, por cerca de \$261 millones.

#### 2.2.4. Finanzas públicas

Durante el 2010 el Sector Público Global Reducido (SPGR) presentó un marcado deterioro en su resultado financiero con respecto a lo observado en los tres años previos, acumulando a diciembre un déficit de 6,1% como proporción del PIB (3,9% en igual periodo del 2009). Este comportamiento reflejó el mayor desbalance del Gobierno Central y en menor medida los resultados negativos del resto del Sector Público no Financiero Reducido (RSPNFR) y una mejora en el del Banco Central.

**Cuadro 8. Resultado Financiero Sector Público Global**  
Porcentajes del PIB

	Diciembre	
	2009	2010 <sup>1/</sup>
SPGR	-3,9	-6,1
BCCR	-0,8	-0,5
SPNF	-3,1	-5,6
Gobierno Central	-3,4	-5,3
RSPNF	0,3	-0,3

1/ Preliminar.

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

Al cierre del año, el Gobierno Central acumuló un desequilibrio financiero equivalente a 5,3% del PIB, superior en 55,3% a lo observado un año antes, como consecuencia de la expansión de los gastos gubernamentales que crecieron en promedio 23,6%<sup>26</sup>, mientras que la recaudación tributaria creció en promedio 7,0%<sup>27</sup>.

<sup>25</sup> En el segundo semestre del 2010 ingresaron los recursos del préstamo por \$500 millones del Banco Mundial al Gobierno Central "Préstamo para políticas de desarrollo de las finanzas públicas y competitividad con opción de desembolso diferido". Los desembolsos de esta operación fueron realizados en dos tratos, el primero de \$100 millones y el segundo de \$400 millones, los días 9 y 16 de setiembre del 2010, en ese orden. Dada la función del Banco Central como cajero del Estado, los fondos se depositaron en la cuenta en moneda extranjera que mantiene el Gobierno en el Banco Central.

<sup>26</sup> Comportamiento asociado con: i) remuneraciones y cargas sociales que crecieron un 21%; ii) transferencias corrientes y de capital, destacando las giradas al Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares (FODESAF)-Ministerio de Educación Pública para el Programa Avancemos, las Juntas de Educación y los comedores infantiles, así como el aporte al Consejo Nacional de Vialidad, al

El comportamiento de los egresos e ingresos del Gobierno Central, dio lugar no sólo a un faltante financiero sino que generó un déficit primario de 3,1% del PIB (1,9 p.p. superior al observado el año previo).

Con respecto al financiamiento neto en el 2010, el Gobierno utilizó, principalmente, recursos internos y la colocación neta de títulos alcanzó alrededor de ₡975.870 millones, tanto en moneda nacional como extranjera.

A diferencia de lo observado en los últimos años, el resto del Sector Público no Financiero Reducido (RSPNFR) acumuló en el 2010 un déficit financiero equivalente a 0,3% del PIB, que contrasta con el resultado positivo característico de los años previos.

Por su parte, el Banco Central registró en el 2010 un déficit equivalente a 0,5% del PIB (según metodología de cuentas monetarias), porcentaje inferior al observado el año anterior (0,8%). El comportamiento del resultado financiero del Banco Central reflejó el proceso gradual de mejora de su estructura patrimonial<sup>28</sup>, así como los menores gastos financieros que enfrentó producto tanto por el menor saldo de deuda en moneda nacional como por la reducción en la tasa efectiva de interés.

En línea con el deterioro de las finanzas públicas, el saldo de la deuda del Sector Público Global ascendió en el 2010 a ₡8 billones (42,6% del PIB), para un incremento de 0,5 p.p. con respecto a lo observado en el 2009.

En el caso particular del Gobierno Central, la razón de deuda a PIB se ubicó en 29,7%, superior en 2,2 p.p. y 5,3 p.p. en relación con lo observado en el 2009 y el 2008, en ese orden. Cabe destacar que, si bien el déficit primario del Gobierno en el 2010 fue superior al del 2009, la razón de deuda no aumentó en la misma proporción debido al mayor crecimiento real del producto y las menores tasas de interés reales.

Contribuyó a este resultado el hecho que durante buena parte del año, el crecimiento en términos reales del crédito bancario al sector privado fue negativo por lo que no hubo presiones adicionales sobre las tasas de interés reales. Esta situación se revirtió al final del 2010 cuando dicho crédito se aceleró en forma moderada en especial el otorgado en moneda nacional por la banca pública.

El resultado fiscal y el incremento en la razón de deuda a PIB de los últimos dos años ponen de manifiesto la vulnerabilidad de la sostenibilidad fiscal y la necesidad de aprobar reformas para el control y racionalización del gasto, así como para mejorar la recaudación tributaria y aumentar la relación ingresos tributarios a PIB con el propósito de generar el superávit primario requerido para romper la tendencia creciente de la deuda pública que, de no efectuarse dichas reformas, se

---

régimen de pensiones no contributivas y al Fondo Especial de Educación Superior y iii) el mayor servicio de intereses debido al elevado nivel del endeudamiento interno.

<sup>27</sup> La evolución de los ingresos se asoció, principalmente, con la recaudación aduanera que, aunque no alcanzó los niveles de hace 2 años mostró un comportamiento acorde con el dinamismo del comercio exterior; la recaudación del impuesto al ingreso y utilidades de personas físicas y los ingresos no tributarios, en especial las transferencias recibidas del FODESAF en cumplimiento de la Ley 8783.

<sup>28</sup> Desde el 2006 el saldo de los activos rentables supera el de pasivos con costo.

deteriorará dado que existirán presiones para aumentar las tasas reales de interés dado ese mayor déficit.

### 2.2.5. Tasas de interés, liquidez y tipo de cambio

Durante el 2010 el Banco Central continuó con los esfuerzos para mejorar la gestión de la liquidez y con ello el control de la inflación. En la primera parte del año el BCCR mantuvo su Tasa de Política Monetaria (TPM) en 9% y avanzó en la separación de la gestión de deuda y de la liquidez mediante la colocación de instrumentos a plazos mayores de 269 días, tarea que contribuyó a que el saldo de recursos líquidos excedentes de los intermediarios financieros se redujera significativamente en este período. No obstante, en la segunda parte del 2010 se incrementó la disponibilidad de recursos líquidos lo que ayudó a satisfacer su mayor demanda originada en la estacionalidad de fin de año, debido a que fueron renovados parcialmente los vencimientos de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) y no se esterilizaron las compras de divisas realizadas bajo el programa PFRIN.

En la segunda parte del año la Junta Directiva, considerando la desaceleración de la inflación, la disminución de las expectativas inflacionarias y la apreciación cambiaria y, con el propósito de acotar la volatilidad de las tasas de interés de muy corto plazo y crear las condiciones para que la TPM constituya el principal instrumento de la política monetaria, tomó los siguientes acuerdos:

- Disminuyó la TPM en dos oportunidades, la primera en agosto (150 puntos base, p.b.) y la segunda en octubre (100 p.b.), hasta ubicarla en 6,5%.
- Redujo la tasa de interés bruta anual de los Depósitos Overnight (DON) también en iguales ocasiones, 150 p.b. en agosto y 83 p.b. en octubre, hasta ubicarla en 3,42%.
- Introdujo una facilidad permanente de depósito a un día en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), con

**Cuadro 9. Tasa básica pasiva y premio por ahorrar en colones**  
(cifras a fin de mes)

	Tasa Básica (porcentaje)		Premio (puntos porcentuales)	
	Nominal	Real <sup>1/</sup>	BN-6meses <sup>2/</sup>	Libor-6meses <sup>3/</sup>
Nov-09	9,25	1,13	1,61	2,29
Dic-09	8,25	0,27	-0,02	0,73
Ene-10	8,00	0,15	0,66	1,45
Feb-10	8,00	0,06	0,92	1,55
Mar-10	8,00	0,06	0,92	1,49
Abr-10	7,75	-0,34	-0,22	0,27
May-10	8,50	0,30	0,28	0,52
Jun-10	8,25	-0,19	-0,36	-0,11
Jul-10	8,00	0,15	0,12	0,45
Ago-10	8,25	0,46	-0,16	0,36
Sep-10	7,50	-0,09	-1,35	-1,30
Oct-10	7,25	0,07	-0,98	-0,91
Nov-10	7,00	-0,34	1,21	1,26
Dic-10	8,00	0,81	2,33	2,38

<sup>1/</sup> Tomó como referencia la tasa básica pasiva neta y la inflación esperada para los próximos 12 meses obtenida de la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio aplicada por el Banco Central.

<sup>2/</sup> Diferencia entre la tasa básica pasiva neta y la tasa de indiferencia calculada esta última con la tasa de depósitos en dólares a 6 meses del Banco Nacional y la expectativa de variación cambiaria obtenida de la encuesta citada en la nota previa.

<sup>3/</sup> El cálculo de la tasa de indiferencia tomó como referencia la tasa LIBOR a 6 meses.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

una tasa de interés de 4,5%<sup>29</sup>. Con esta facilidad creó un corredor de tasas de interés en el MIL<sup>30</sup>.

- Permitió a los bancos comerciales, empresas financieras no bancarias y mutuales de ahorro y préstamo constituir depósitos a un día plazo (DON) por medio de Central Directo y Captación de Fondos.

Las medidas antes mencionadas incidieron en el comportamiento de las tasas de interés en colones (activas y pasivas), que se caracterizaron por una tendencia decreciente durante el 2010.

El comportamiento de las tasas de interés pasivas en colones quedó de manifiesto en la Tasa Básica Pasiva (TBP), cuyo nivel medio anual en el 2010 fue de 7,9%, casi 3 p.p. menos que el registrado un año atrás. Este comportamiento aunado a la evolución de las expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio se manifestó en una caída del rendimiento real promedio de 1,2 p.p. en el 2010 y en el premio por ahorrar en moneda nacional, aunque éste aún se mantuvo positivo.

De igual forma las tasas activas en moneda local fueron ajustadas a la baja por los intermediarios financieros. La tasa activa promedio en colones pasó de 21,5% en el 2009 a 19,3% en el 2010. El comportamiento de las tasas de interés en dólares fue similar, aunque con cambios más leves.

Acorde con la recuperación que mostró la economía durante el año y al menor costo de oportunidad de mantener efectivo, los agentes económicos mostraron una mayor preferencia por activos financieros altamente líquidos, cuyo crecimiento si bien superó al del año previo estuvo por debajo del crecimiento nominal del producto.

Particularmente, el crecimiento medio anual del numerario en poder del público, el medio circulante y el medio circulante amplio en moneda nacional se ubicó entre 8,9% y 10,5% en el 2010, consistente con el mayor nivel de actividad económica local.

**Cuadro 10. Agregados Monetarios <sup>1</sup>**  
Variación porcentual media anual

	Numerario en poder público		Medio Circulante ampliado <sup>2/</sup>		Liquidez Total		Riqueza Financiera <sup>3/</sup>	
	Moneda nacional	Moneda nacional	Moneda nacional	Moneda extranjera <sup>4/</sup>	Moneda nacional	Moneda extranjera <sup>4/</sup>	Moneda nacional	Moneda extranjera <sup>4/</sup>
2009	2,2	-2,1	-3,4	7,6	8,1	28,6	6,7	24,6
2010	8,9	10,5	9,5	19,2	9,0	8,9	11,5	9,6

1/ Cobertura: Sociedades de Depósito, que comprende al Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de vivienda y Caja de Ande. Cifras preliminares a diciembre 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/ Incorpora instrumentos del Banco Central y del Ministerio de Hacienda.

4/ Expresado en dólares estadounidenses.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>29</sup> A los intereses de las Operaciones diferidas de Liquidez se les aplica un impuesto de 30% (renta ordinaria), por lo que el rendimiento neto es de 3,15%. En el caso de los intereses sobre Depósitos "Overnight" aplica una tasa de impuesto de 8%, por lo que dada una tasa de interés bruta de 3,42% el rendimiento neto es de 3,15%.

<sup>30</sup> El corredor de tasas de interés en el MIL se estableció a partir del 20 de octubre del 2010 (artículo 8 del acta de sesión 5475-2010) en donde el techo es la TPM y el piso es la tasa de la facilidad permanente de depósito a un día plazo en el MIL, con la finalidad de acotar la volatilidad de las tasas de interés de muy corto plazo y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Por su parte, los agregados líquidos en moneda extranjera crecieron a una tasa media anual de 19,2% (7,6% en 2009), comportamiento que se podría atribuir al mayor volumen de comercio exterior, al bajo costo de oportunidad de mantener efectivo en dólares<sup>31</sup> y al ingreso de capitales por Inversión Extranjera Directa (IED) y repatriación de capitales.

Los agregados monetarios más amplios en moneda nacional continuaron con el dinamismo observado el año previo; no obstante, ese comportamiento también fue consistente con el crecimiento nominal del producto, por lo que en términos generales, no se incubaron presiones inflacionarias por esta vía.

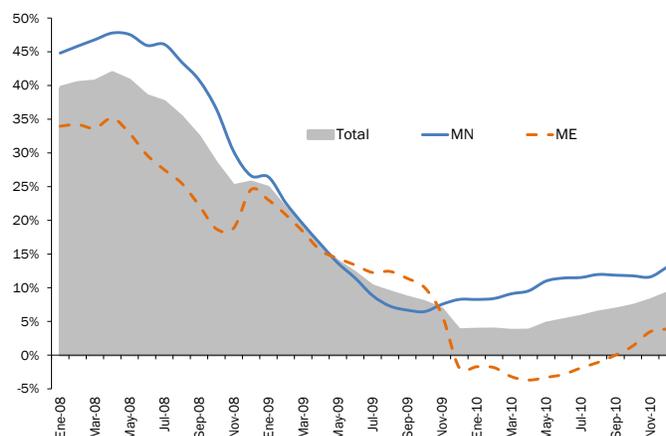
En cuanto a la composición por monedas, se observó una ligera preferencia por el ahorro en moneda nacional, especialmente, en la segunda parte del año. Este resultado se reflejó en la mayor participación relativa de la moneda nacional dentro del total, que ascendió de 65,1% en diciembre del 2009 a 65,6% un año después (excluye efecto cambiario).

Con cifras preliminares a diciembre del 2010, el crédito concedido por las otras sociedades de depósito<sup>32</sup> (OSD) al sector privado creció 9,2% con respecto al 2009 (excluye efecto cambiario). A partir de mayo la tasa de variación interanual cambió la tendencia decreciente que venía reflejando desde agosto del 2009, mostrando un repunte al final del 2010. Es de destacar el mayor crecimiento del crédito bancario al sector privado, sobre todo el concedido en moneda nacional por los bancos públicos.

La disminución de las tasas de interés, un mayor dinamismo de la economía con respecto al 2009 y el comportamiento estable de la inflación fueron los factores que contribuyeron al repunte del crédito en la segunda parte del 2010.

Por su parte, los mercados de negociación de dinero, particularmente el Mercado Integrado Liquidez (MIL), reflejaron una situación de holgura en la liquidez durante el 2010<sup>33</sup>. Esta situación fue más evidente en la última parte del año, cuando los intermediarios financieros no requirieron, en términos generales, de recursos del Banco Central y por el contrario hicieron un uso intensivo de la facilidad permanente de depósito del Banco Central en el MIL y por lo tanto no ejercieron presiones adicionales sobre la inflación.

**Gráfico 8. OSD: Crédito al sector privado<sup>1</sup>**  
 Variación interanual sin efecto cambiario



1/ Con cifras preliminares de diciembre del 2010. Las Otras Sociedades de Depósito (OSD) comprenden a los bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de vivienda y Caja de Ande. Cifras preliminares a diciembre del 2010.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

<sup>31</sup> La tasa de interés media para depósitos en dólares a 6 meses en la Banca Estatal pasó de 2,3% en el 2009 a 0,87 % en el 2010.

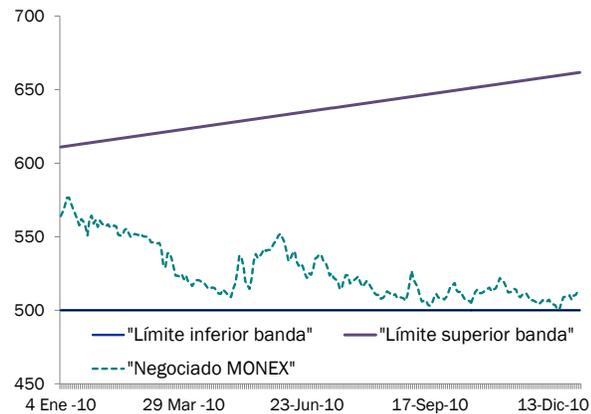
<sup>32</sup> Incluye bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de ahorro y préstamo y Caja de Ande.

<sup>33</sup> Se presentaron algunos momentos puntuales en febrero, julio y agosto, cuando aumentó la participación del BCCR suministrando recursos por medio de la facilidad de crédito.

Por otra parte, el mercado privado de cambios 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, lo cual hizo que el tipo de cambio en el MONEEX tendiera a ubicarse en torno al límite inferior de la banda (excepto en mayo del 2010)<sup>34</sup>.

Se estima que la mayor disponibilidad de divisas respondió principalmente a: i) las mayores entradas de capital del exterior por IED y repatriación de capital atraído por las mayores tasas de interés en el país, relativas a las de los países desarrollados y ii) la reducción de posición propia por parte de los intermediarios cambiarios, en buena parte debido al marcado aumento en la participación de los créditos en colones y la decisión de algunos intermediarios de reducir su exposición patrimonial al riesgo cambiario.

**Gráfico 9. Tipo de cambio promedio negociado en el MONEEX y límites de la banda cambiaria**



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Con el propósito de fortalecer la posición de activos externos de la economía, ante la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales, el 1 de setiembre del 2010 la Junta Directiva acordó, con fines precautorios, un Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales Netas (PFRIN) para el periodo comprendido entre el 2 de setiembre del 2010 y el 31 de diciembre del 2011, hasta por un monto de \$600 millones, mediante el cual podrá hacer compras como máximo hasta por \$50,0 millones por mes.

La participación del Banco Central para reconstituir reservas internacionales, obedeció a que el país registraba al 31 de agosto del 2010 un nivel de activos externos similar al observado a finales del 2007 (\$4.048.3 millones) y que en términos del PIB representaron un 11,9%, indicador que ha decrecido en los últimos años. Por otra parte, la relación de reservas internacionales a PIB era inferior al promedio de 13,1% del subgrupo de países con un esquema monetario de metas de inflación y un grado similar de calificación crediticia<sup>35</sup>.

Si bien, el Banco Central reconoce que la mayor demanda de dólares originada en el PFRIN pudo haber tenido un efecto sobre el tipo de cambio nominal la política no implican ningún objetivo de tipo de cambio real.

En noviembre, considerando que la estacionalidad del mercado cambiario indicaba que era factible adquirir una mayor cantidad de divisas y que era necesario dar mayor flexibilidad a la

<sup>34</sup> La apreciación de la moneda nacional no fue un fenómeno exclusivo de la economía costarricense, ya que por ejemplo, las monedas de Brasil, Colombia, México y Chile también presentaron apreciaciones con respecto al dólar estadounidense en el 2010 de 4,8%, 6,7%, 5,7% y 7,8%, respectivamente.

<sup>35</sup> Según la calificación de la firma internacional Standard & Poor's.

Administración del Banco Central en la ejecución del PFRIN, para tener acceso a tipos de cambio relativamente menores, la Junta Directiva dispuso elevar el límite máximo mensual de dicho programa para que, en los meses de noviembre y diciembre del 2010 y del 2011 ese límite sea de \$100 millones, y en los meses restantes del 2011 de \$75 millones por mes, manteniendo el límite global de \$600 millones aprobado en setiembre<sup>36</sup>.

### 3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2011-12<sup>37</sup>

Para el bienio 2011-12, la evolución de la economía costarricense continuará condicionada por el entorno internacional. El debilitamiento del ritmo de crecimiento económico mundial limitaría la posibilidad de una mayor expansión de la producción por la vía de las exportaciones; sin embargo, la mejora en el acceso al financiamiento externo, la mayor confianza de los agentes económicos y el incremento en el ingreso nacional disponible apoyarían la expansión del gasto interno, sin generar aún presiones inflacionarias adicionales.

**Cuadro 11. PIB y valor agregado por industria**  
-variación interanual-

	2010 <sup>1/</sup>	2011	2012
<b>Producto Interno Bruto real</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,5%</b>
Agricultura, silvicultura y pesca	6,5%	3,1%	1,1%
Explotación de minas y canteras	-5,3%	6,7%	4,5%
Industria manufacturera	3,7%	3,5%	3,8%
Construcción	-6,7%	3,7%	5,7%
Electricidad y agua	2,8%	2,5%	2,7%
Comercio, restaurantes y hoteles	4,4%	3,7%	3,7%
Transporte, almacenaje y comunicaciones	6,4%	6,7%	7,3%
Establecimientos financieros y seguros	2,2%	4,8%	5,7%
Bienes Inmuebles	3,7%	4,1%	4,2%
Otros servicios prestados a empresas	9,2%	7,7%	9,2%
Servicios de administración pública	3,5%	1,6%	2,0%
Servicios comunales, sociales y personales	4,2%	3,8%	3,8%
Menos: Servicios de Intermediación financiera medidos indirectamente	2,1%	4,8%	6,0%

<sup>1/</sup>Preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

En este contexto, el Producto Interno Bruto se prevé crecerá 4,3% en el 2011 y 4,5% en el 2012, tasas cercanas al crecimiento potencial estimado para Costa Rica. Aunque este comportamiento significa una brecha de producto menos negativa, no se considera que constituya un riesgo para el logro del objetivo de inflación.

Por industrias el crecimiento económico para esos años estaría liderado por las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones<sup>38</sup>, seguidas por la manufactura<sup>39</sup>, el comercio, restaurantes y hoteles y, los servicios prestados a empresas<sup>40</sup>.

<sup>36</sup> Artículo 14 de la sesión 5477-2010, celebrada el 3 de noviembre del 2010.

<sup>37</sup> 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.

<sup>38</sup> Los servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones tendrían un comportamiento más dinámico en el bienio 2011-12, debido a la mayor oferta de productos de telefonía celular e internet asociada a la apertura del mercado de telecomunicaciones. Aunado a ello destacan las actividades de transporte, positivamente afectadas por el turismo receptor y los servicios asociados al comercio exterior (muelles y puertos, agencias aduanales, depósito, almacenaje y servicios de transporte por carretera).

<sup>39</sup> Para el 2011 se espera que el volumen de producción de las empresas adscritas el régimen regular se modere, dada la desaceleración en los pronósticos de crecimiento internacional. Para el 2012 se vislumbra una mejora en las expectativas de los empresarios sobre las oportunidades de negocio y una aceleración del volumen producido por empresas adscritas al régimen de Zona Franca.

<sup>40</sup> De igual forma las actividades de comercio, restaurantes y hoteles estarían positivamente afectadas por el turismo receptor y el repunte de la demanda interna. Los servicios prestados a empresas mantendrían el dinamismo de los años previos, dada la posición

Se estima una recuperación de la construcción en el 2011 (de -6,7% a 3,7%), explicada por un incremento en obras civiles privadas, como vivienda y otras edificaciones no residenciales y el avance en la construcción de obra pública (principalmente en proyectos hidroeléctricos). Para el 2012 se prevé un crecimiento real de esta industria del 5,7% determinada, en buena medida, por la ejecución de obras públicas (rehabilitación, conservación y construcción vial, así como proyectos hidroeléctricos); en menor medida estaría incidiendo la recuperación de la construcción privada.

Por componentes del gasto, la demanda interna crecería un 5,4% y 5,9% en el 2011 y en el 2012, respectivamente, tasas mayores al promedio del periodo 2000-10 de 4,0% y consistentes con la evolución esperada de las industrias que producen para el mercado interno.

En lo que respecta a la demanda externa, se prevé un crecimiento anual en el lapso 2011-12 de 3% y 3,7%, en ese orden, que estaría asociado a la evolución en la producción de los principales socios comerciales.

Por su parte, de manera consistente con la reactivación económica local, las importaciones a precios constantes aumentarían en 5,2% y 6,4% en esos años, principalmente, determinadas por las compras de materias primas, bienes de capital, así como las destinadas al consumo final.

Para este lapso se proyecta un incremento del ingreso nacional disponible de 4,8% y 4,9% en 2011 y 2012, respectivamente, debido a la evolución esperada de la actividad económica y a la mejora en los términos de intercambio para ambos años.

**Cuadro 12. Demanda y oferta globales a precios constantes**  
-variación porcentual interanual-

	2010 <sup>1/</sup>	2011	2012
<b>DEMANDA = OFERTA</b>	<b>7,3</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>
1 Demanda interna	8,7	5,4	5,9
a. Consumo privado	3,4	4,3	4,7
b. Consumo de Gobierno	5,9	4,6	3,6
c. Inversión Privada	1,4	5,7	5,8
d. Inversión pública	5,6	8,1	10,4
e. Variación de Inventarios (% PIB)	0,6	1,2	1,9
2 Exportaciones	4,8	3,0	3,7
Bienes	3,6	3,0	2,3
Servicios	9,0	3,1	8,9
3 Importaciones	14,2	5,2	6,4
Bienes	14,3	4,9	6,0
Servicios	12,9	7,4	9,2
<b>4 Producto Interno Bruto</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>

1/ Preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

**Cuadro 13. Balanza de Pagos**  
-millones de dólares y porcentaje del PIB-

	2010 <sup>1/</sup>	2011	2012
<b>I CUENTA CORRIENTE</b>	-1.299	-1.681	-2.100
A. Bienes	-4.152	-4.841	-5.693
Exportaciones FOB	9.417	9.909	10.343
Importaciones CIF	-13.568	-14.750	-16.035
B. Servicios	3.225	3.572	4.028
C. Renta	-740	-791	-826
D. Transferencias Corrientes	368	379	390
<b>II CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA</b>	1.860	1.983	1.932
A. Cuenta de Capital	50	14	2
B. Cuenta Financiera	1.810	1.969	1.930
Sector público	366	-108	-214
Sector Privado	1.444	2.077	2.144
Inversión directa	1.450	1.770	1.800
<b>III ACTIVOS DE RESERVA</b>	-561	-302	168
(- aumento, + disminución)			
<b>Memorandum</b>			
Cuenta Corriente / PIB	-3,6%	-4,2%	-4,9%
Cuenta Comercial / PIB	-11,6%	-12,2%	-13,4%
Balance de Servicios / PIB	9,0%	9,0%	9,4%
Balance de Renta / PIB	-2,1%	-2,0%	-1,9%
Capital Privado/PIB	4,1%	4,4%	4,2%
Inversión directa/PIB	4,0%	5,2%	5,0%
Resto de Capital Privado/PIB	0,0%	0,8%	0,8%
CC sin Hidrocarburos/PIB	1,1%	0,5%	-0,2%
Saldo RIN	4.627	4.930	4.761
RIN / PIB	12,9%	12,4%	11,2%

1/ Preliminar

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

del país como un destino competitivo para la atracción de centros de llamadas y centros de negocios; además estaría reflejando la mayor demanda tanto interna como externa por servicios de elaboración de programas informáticos.

En lo que respecta al déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, se prevé alcance el equivalente a 4,2% y 4,9% del PIB en el 2011 y 2012, en ese orden. En estos déficit, el 55% y el 34% (\$210 y \$140 millones) respectivamente, estaría explicado por el incremento en el valor de la factura petrolera, producto tanto del aumento estimado en el precio medio del barril de cóctel de hidrocarburos (8% y 3%, respectivamente) como de la mayor cantidad importada (4% y 5%, en ese orden).

El valor de las compras externas restantes, agrupado en mercancías generales y regímenes especiales aumentaría alrededor de 8,5% en el lapso 2011-12.

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

La recuperación del comercio exterior contribuiría a que el valor de las exportaciones de bienes crezca en 5,2% y 4,4% en el 2011 y 2012 respectivamente (3,0% y 2,3% en términos reales). Este comportamiento obedecería al crecimiento de las ventas externas de productos manufacturados y de bienes para transformación.

Se estima que el superávit de los servicios se ubicaría en 9% y 9,4% del PIB en el 2011 y 2012, en ese orden, lo que compensaría parcialmente el déficit de la balanza comercial. En este resultado destaca tanto el desempeño del turismo receptivo, como de las actividades de apoyo empresarial, de informática y de procesamiento de información<sup>41</sup>.

La brecha en la cuenta corriente de la balanza de pagos estimada para este período se prevé será financiada en su mayoría con ahorro externo de largo plazo, principalmente por IED. Para estos años los flujos de capital aumentarían con respecto al 2010, en especial los canalizados hacia el sector privado.

En relación con los flujos netos al sector público quedó contemplada la atención de un mayor servicio de amortizaciones de

**Cuadro 14. Precio medio en dólares del barril de cóctel de hidrocarburos**

	I Semestre	II Semestre	Anual
2010	85,6	87,9	86,7
2011	91,9	95,9	93,9
2012	95,2	97,8	96,5

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información de New York Mercantile Exchange.

**Cuadro 15. Comercio exterior de bienes**  
- variación porcentual interanual-

	Nominal		
	2010 <sup>1/</sup>	2011	2012
Exportaciones	6,5	5,2	4,4
Importaciones	19,5	8,7	8,7
	Real		
	2010	2011	2012
Exportaciones	3,6	3,0	2,3
Importaciones	14,3	4,9	6,0

<sup>1/</sup> Preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>41</sup> Las tasas de crecimiento anual previstas para el bienio 2011-12 son en ese orden de 4,7% y 6,7% para las entradas por turismo y de 11% y 15% para servicios de apoyo empresarial.

deuda externa<sup>42</sup>; no obstante, el país continuaría accediendo al ahorro externo de largo plazo y podría financiar algunos proyectos de infraestructura contemplados en el Plan Nacional de Desarrollo.

En lo que respecta a las finanzas públicas, las proyecciones contemplan un déficit anual para el Sector Público Global de 6,3% del PIB en el 2011, mayor al estimado para el 2010. Para el Gobierno Central se tomó como referencia lo contenido en el Presupuesto Ordinario de la República 2011. Cabe indicar que este resultado no contempla el efecto de la aprobación del Proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria.

Dadas las previsiones anteriores, se estima que los agregados monetarios en 2011-12 crecerían de manera consistente con la actividad económica, el objetivo inflacionario y las sostenibilidad de mediano y largo plazo del resultado de la balanza de pagos. La liquidez total del Sistema Financiero Nacional crecería en torno al 9,0% anual en ambos años. Dichos recursos llevan asociado una disponibilidad de fondos prestables para el sector privado de 10% y 11,2% para el 2011 y 2012, respectivamente y, además, atender parte del financiamiento requerido por parte del sector público.

#### 4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA

En el Programa Macroeconómico 2010-11 (PM2010-11) el Banco Central estableció como objetivo para el 2011 una inflación de 4% ( $\pm 1$  p.p.) y mantener la estabilidad externa de la moneda en el sentido de promover resultados de la balanza de pagos compatibles con las fuentes estructurales de financiamiento externo de mediano y largo plazo. Si bien los resultados obtenidos en el 2010 (variación del IPC e ISI de 5,8% y 3,5%, en ese orden) son consistentes con el proceso de desinflación observado desde finales del 2008 y confirman que existen condiciones para mantener inflaciones de un dígito que converjan en el mediano plazo hacia las que muestran los principales socios comerciales de Costa Rica, se ajustó al alza dicho objetivo para el 2011, en relación con lo establecido en el PM2010-11.

Lo anterior considerando que tanto el entorno internacional (recuperación más lenta de los principales socios comerciales y tendencia al alza en los precios de bienes importados, entre otros petróleo y alimentos) como el interno (mayor déficit fiscal, recuperación del crédito al sector privado y un crecimiento económico alrededor del 4%) harían costoso en términos de la ocupación de los recursos alcanzar una meta más baja. Además, todavía la tasa de desempleo está por encima de lo normal, la brecha del producto muestra que existe capacidad ociosa y también permanecen rigideces a la baja en precios (bienes y servicios regulados, salarios y servicios de ajuste periódico).

En razón de ello, en un contexto de recuperación económica y con el fin de mejorar la credibilidad por parte de los agentes económicos en el compromiso del Banco Central de mantener la inflación bajo control, se definió como objetivo bajar la inflación de un 5,8% en el 2010 a un 5% y

---

<sup>42</sup> Particularmente deben cancelarse \$250 millones cada año por concepto de títulos de deuda externa del Gobierno Central (eurobonos).

4% en diciembre del 2011 y del 2012, en ese orden, con un rango de tolerancia de un punto porcentual en ambos casos ( $\pm 1$  p.p.).

Durante este período la política monetaria continuará orientada a controlar la inflación, con acciones tendientes a consolidar la flexibilidad cambiaria y mejorar la gestión de la liquidez para que la tasa de interés sea el principal instrumento de la política monetaria, sin perjudicar la estabilidad externa<sup>43</sup> y sin descuidar sus objetivos subsidiarios.

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 cambiaria<sup>44</sup> y así cumplir 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 esquema de “minidevaluaciones”, tiene la particularidad de que todavía conlleva compromisos con los tipos de cambio de intervención en los límites de la banda, lo que podría limitar la eficacia de la política monetaria.

En línea con lo anterior, el Banco Central continuará apoyando los esfuerzos orientados a incrementar el grado de transparencia en los mercados de negociación de divisas y a promover el desarrollo del mercado de coberturas cambiarias. Además continuará analizando la experiencia internacional en torno a los mecanismos de intervención cambiaria, para considerarlas en el proceso tendiente a la adopción de un régimen de flotación cambiaria.

En adición el BCCR, con el propósito de fortalecer la posición de activos externos de la economía y con fines precautorios, mantendrá el Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales Netas, por lo que se prevé que durante el 2011 comprará \$ 334,8 millones, hasta completar los \$ 600,0 millones aprobados originalmente en el PFRIN.

La evidencia internacional indica que aún en los casos de economías con tipos de cambio flexibles, las autoridades monetarias continúan acumulando reservas internacionales netas con el fin de mantener una cobertura adecuada a los riesgos que implica una mayor integración financiera y comercial con el resto del mundo. Lo anterior, es particularmente relevante en el caso costarricense donde el grado de dolarización financiera es relativamente alto.

La adopción de este tipo de programas, tal como se ha indicado, no persigue un objetivo de tipo de cambio real; no obstante, el BCCR reconoce los efectos negativos que el fortalecimiento de la moneda nacional<sup>45</sup> tiene en algunos sectores de la economía. El uso de estos programas de intervención en el mercado cambiario, con objetivos más allá que el indicado como “un seguro” para la economía, implicaría costos de esterilización para el BCCR que se materializarían en

---

<sup>43</sup> La estabilidad externa puede interpretarse en el sentido de que el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos sea financiado con capital de largo plazo, esto con el fin de prevenir crisis de balanza de pagos.

<sup>44</sup> El recuadro 2 del Informe de Inflación de Mayo 2010 ([http://www.bccr.fi.cr/flat/bccr\\_flat.htm](http://www.bccr.fi.cr/flat/bccr_flat.htm)) describe la nueva clasificación de regímenes cambiarios que aplica el FMI.

<sup>45</sup> Es importante destacar que la apreciación real del colón del 2010, que se estima fue del orden de 11,7% obedeció, principalmente a la dinámica de los fundamentales, sobre los que la política cambiaria no tiene efecto permanente.

presiones en la tasas de interés o en presiones inflacionarias, con su consecuente impacto negativo en la sociedad.

El Banco Central ha explicado que es consciente de que algunas de las presiones a la revaluación del colón provienen de las políticas monetarias y fiscales expansivas en las economías desarrolladas que de ser transitorias podrían justificar una mayor intervención en el mercado cambiario con el propósito de reducir los costos de una apreciación transitoria en el tipo de cambio real.

Sin embargo, dicha intervención también tiene un costo fiscal y a diferencia de otras economías emergentes que enfrentan apreciaciones similares y cuyos gobiernos y bancos centrales no tienen una situación de alto déficit fiscal como sucede en Costa Rica, las posibilidades de incurrir en mayores costos derivadas de intervenciones cambiarias adicionales son muy limitadas en nuestro país en el tanto no se solucione el problema fiscal del Gobierno y del BCCR. Lo anterior por cuanto mayores intervenciones implicarían mayores costos en inflación, incertidumbre e inestabilidad en términos de la actividad económica y mayor pobreza.

En el campo monetario, continuará con la adopción de medidas que permitan consolidar la tasa de interés como principal instrumento de política<sup>46</sup>. Particularmente, en los próximos meses el Banco Central buscará:

- i) Separar de forma ordenada la gestión de liquidez y la administración del portafolio de deuda del Banco Central, por medio del traslado de recursos líquidos en exceso, de los consistentes con el crecimiento real y la inflación, hacia instrumentos de plazos superiores a los 270 días, en particular, los concentrados actualmente en la facilidad permanente de depósito del MIL. En términos generales, procurará que los niveles de liquidez sean compatibles con una gestión activa del Banco Central en el mercado de dinero que permita que la tasa de interés sea el principal instrumento para la política monetaria.
- ii) Redefinir la tasa de política monetaria (TPM), para que constituya la tasa de referencia en torno a la cual se ubiquen las tasas de intervención del Banco Central con operaciones de inyección o contracción de liquidez a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL).
- iii) Crear los instrumentos de captación a 7 y 14 días que le permitan al Banco Central realizar una gestión de liquidez de corto plazo más precisa.
- iv) Iniciar una intervención activa en el Mercado Integrado de Liquidez, drenando o inyectando recursos a un día plazo en procura de que el precio de la liquidez se ubique en torno a la TPM.
- v) Tomar una decisión sobre la posibilidad de aplicar el encaje al endeudamiento externo de corto plazo de los intermediarios financieros, propuesta que fue enviada en consulta pública a finales del 2010<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> *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.

<sup>47</sup> Esta propuesta fue publicada en la Gaceta del 07 de diciembre del 2010.

Aunado a lo anterior el Banco Central buscará 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 y anclarlas en torno a la meta de 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.

Particularmente, en materia de estabilidad financiera<sup>48</sup> el Banco Central tiene previsto iniciar, de manera coordinada con las entidades encargadas de la supervisión financiera en el país (CONASSIF, SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE), las tareas inherentes al establecimiento de un sistema de seguimiento macroprudencial<sup>49</sup> del sistema financiero.

El BCCR considera muy importante para el cumplimiento de los objetivos económicos de mediano y largo plazo en términos de una inflación baja y estable, del crecimiento económico, del empleo pleno de los recursos de la economía, de la estabilidad tanto del sistema financiero y del sistema de pagos y de la mejora de la competitividad de la economía, que la situación fiscal retorne a un sendero de sostenibilidad y estima de importancia nacional que se puedan lograr las reformas y medidas tendientes a contener y racionalizar el gasto público de forma que sea posible aumentar los ingresos corrientes del Gobierno Central.

El cuadro 16 presenta las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2011-12 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 atenten contra la consecución del objetivo inflacionario planteado, máxime que como economía pequeña y abierta, Costa Rica está expuesta a choques que se presentan en la actividad económica y financiera mundial y en las cotizaciones de las materias primas en el mercado internacional.

---

<sup>48</sup> Dados los costos económicos asociados a las crisis financieras recientes, existe consenso a nivel mundial acerca de la necesidad de revisar y mejorar los sistemas de vigilancia y mecanismos de supervisión del sistema financiero.

<sup>49</sup> Usualmente se incorporan, entre otros, indicadores de suficiencia patrimonial, calidad de activos, rendimientos, liquidez y sensibilidad a riesgos de mercado. Más recientemente se han explorado indicadores relacionados con composición de pasivos bancarios, sobre todo para tratar de medir su estabilidad según sea el acreedor. Estos indicadores suelen complementarse con el seguimiento de variables macroeconómicas como producción, empleo y macroprecios, estudios relativos a auges crediticios, "burbujas" de precios de activos reales y las denominadas "pruebas de esfuerzo" para determinar la capacidad del sistema financiero para enfrentar choques macroeconómicos internos o externos.

Cuadro 16. Principales variables macroeconómicas 2010-12

	2010 <sup>1/</sup>	Proyecciones	
		2011	2012
<b>PIB</b>			
Real	4,2%	4,3%	4,5%
Nominal	12,3%	10,2%	8,9%
Deflator implícito	7,8%	5,7%	4,2%
<b>Ingreso Nacional Disponible Bruto Real</b>	3,9%	4,8%	4,9%
<b>Inflación (tasa anual dic-dic)</b>			
Medido con IPC	5,8%	5% (±1 p.p.)	4% (±1 p.p.)
<b>Balanza de Pagos</b>			
Cuenta corriente (% PIB)	-3,6%	-4,2%	-4,9%
Cuenta comercial (% PIB)	-11,6%	-12,2%	-13,4%
Cuenta de Capital y financiera (mill \$)	1.860	1.983	1.932
Sector Público	416	-93	-212
Sector Privado	1.444	2.077	2.144
Inversión Directa	1.450	1.770	1.800
Saldo RIN (mill \$)	4.627	4.930	4.761
Saldo RIN (% PIB)	12,9%	12,4%	11,2%
<b>Sector Público Global Reducido (% PIB)</b>			
Resultado Financiero	-6,1%	-6,3%	n.d.
Gobierno Central	-5,3%	-5,4%	n.d.
Resto SPNF	-0,3%	-0,3%	n.d.
BCCR	-0,5%	-0,6%	-0,5%
<b>Agregados monetarios y crediticios (variación. %)</b>			
Liquidez Total <sup>2/</sup>	9,7%	9,3%	9,0%
Crédito sector privado <sup>2/</sup>	9,3%	10,0%	11,2%

1/ Cifras estimadas y observadas.

2/ Moneda extranjera valorada al tipo de cambio promedio del Programa Macroeconómico 2011-12.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Si bien, en la última parte del 2010 se observó una desaceleración en el crecimiento de las actividades que producen bienes para el mercado externo (agricultura y manufactura) y se espera que esa tendencia continúe en el 2011, dicho comportamiento será más que compensado por la aceleración en el crecimiento esperado de industrias como la construcción, los servicios de intermediación financiera y las comunicaciones, de manera tal que el PIB crecerá en torno a su nivel potencial pero con una brecha del producto aún negativa.

El balance deficitario en la cuenta corriente de la balanza de pagos mostraría un aumento en el bienio 2011-12, tanto en términos nominales como proporción del PIB, como resultado del mayor valor de las compras externas de bienes asociadas a una actividad económica doméstica más dinámica y al aumento previsto en las cotizaciones de los hidrocarburos. De igual forma, los flujos de capital privado, en especial los vinculados con la IED continuarían aumentando, y financiando en buena parte el déficit de cuenta corriente sin comprometer la estabilidad externa del país.

Se estima que los agregados monetarios y crediticios mostrarían crecimientos acordes con el crecimiento nominal del PIB. En el caso del crédito al sector privado su disponibilidad dependerá del efecto neto de: i) la mayor demanda por activos financieros emitidos localmente (riqueza financiera); ii) el ingreso de recursos netos del exterior y iii) el financiamiento interno requerido por el sector público. En el tanto no haya conflicto con el objetivo de inflación, el aumento en la riqueza financiera y los inlfujos de capital externo ó, el menor requerimiento de financiamiento interno al fisco, permitirían un mayor crecimiento del crédito al sector privado.

## 5. BALANCE DE RIESGOS

Las proyecciones macroeconómicas 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, a la magnitud y permanencia de flujos de capital hacia economías emergentes y a la evolución de los precios en los mercados de productos básicos.

- i) Todavía existe incertidumbre en relación con el mantenimiento de las políticas expansivas en algunas economías desarrolladas y por ende sobre ritmo de recuperación de la actividad económica mundial, caracterizada por una importante asimetría entre los diferentes bloques económicos. De mantenerse o acentuarse las “depreciaciones competitivas” en algunos países para estimular exportaciones; de profundizarse los problemas financieros de la Eurozona y de presentarse un panorama de menor crecimiento de la economía estadounidense, el proceso de recuperación de la economía mundial sería revisado 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) La relativa fortaleza de las economías emergentes y en especial de algunos países de América Latina, ha promovido mayores inlfujos de capital hacia esta región, con la consecuente apreciación de sus monedas y del tipo de cambio real. Costa Rica no está ajena a este fenómeno, así la posible pérdida de competitividad en algunas industrias que producen para el mercado externo, podría reflejarse en una reducción del crecimiento estimado para la producción local. Sin embargo, esa situación reduciría el impacto de la inflación importada sobre los precios locales, con lo que se favorecería el objetivo de inflación.
- iii) Las perspectivas de evolución de los precios de los productos básicos son inciertas, en la medida en que dependen de la evolución de la demanda mundial, en un contexto de recuperación económica global asimétrica.

En el caso concreto de los productos básicos agrícolas, en especial trigo y maíz, las perspectivas actuales para los precios son altas; sin embargo, aún no hay certeza sobre su permanencia. Para algunos analistas el incremento en el precio del trigo, por ejemplo, es una sobre reacción del mercado a la reducción de la cosecha en Rusia (tercer productor mundial), sin considerar que los inventarios de granos, de acuerdo con la Agencia de Alimentos de las Naciones Unidas, están en niveles adecuados para abastecer la demanda y el incremento de la producción de Estados Unidos de ese grano. En relación con los hidrocarburos, un precio promedio del barril del cóctel de estos productos superior a \$94 y \$97 para el 2011 y 2012, siempre que no sea atenuado por una apreciación de la moneda local, podrían tener implicaciones sobre los precios de diversos bienes y servicios del Índice de Precios al Consumidor.

La materialización de los riesgos asociados con las materias primas llevaría a un incremento en los precios locales mayor al proyectado.

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.

- i) Aunque en forma paulatina las expectativas inflacionarias se han ido ajustando a la baja, en un horizonte de doce meses todavía muestran una dinámica desfavorable. Los agentes económicos no han anclado sus expectativas en torno al objetivo inflacionario, situación que influye en el comportamiento de corto plazo de la inflación<sup>50</sup>.
- ii) En el 2009, hubo un deterioro del resultado financiero del Gobierno Central, debido a que la crisis económica mundial generó una reducción de los ingresos gubernamentales y por otra parte, el Gobierno ejecutó medidas “anti-cíclicas” para apoyar la demanda interna y atenuar los efectos de la crisis. Algunas de las medidas más que transitorias fueron de carácter permanente y por tanto, han sido difíciles de revertir o disminuir con lo cual el déficit del Gobierno Central proyectado para el 2011 y 2012 afectará la programación macroeconómica.

Esta situación es de particular relevancia en la coyuntura actual, debido a que si el crédito al sector privado continúa mostrando signos de reactivación, eventualmente, la disponibilidad interna de recursos prestables del Sistema Financiero Nacional se limitaría y por tanto, el financiamiento del déficit fiscal se manifestará en presiones en las tasas de interés, lo que a su vez podría incentivar el uso de disponibilidades de los bancos en el exterior o bien la entrada de capitales y traducirse en presiones para la apreciación del tipo de cambio, incidiendo sobre la efectividad de la política monetaria.

- iii) El régimen de banda cambiaria implica un reto para la política monetaria, en razón del compromiso del Banco Central de defender los tipos de cambio de intervención y por tanto afrontar variaciones no previstas de la liquidez. Con el régimen cambiario vigente y en un

---

<sup>50</sup> 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, Gali y Gertler (1999) “The Science of Monetary Policy: a New Keynesian Perspective”. Journal of Economic Literature. Vol. XXXVII Dec. Pp.1661-1707.

contexto de excesos de liquidez internacionales, se reduce la efectividad de la política monetaria para alcanzar el objetivo establecido de inflación.

El Banco Central reconoce que una excesiva apreciación del tipo de cambio real no justificada por cambios en sus fundamentales tiene costos en términos de producto y empleo. Sin embargo, el Banco Central no cuenta con los instrumentos adecuados para revertir dicha tendencia. Por otra parte, si el Banco insistiera mediante la intervención en el mercado cambiario, en combatir la apreciación del colón, ello tiene costos cuasifiscales que tienden a reducir la capacidad del Banco Central para controlar la inflación.

Atentamente,



Lic. Jorge Monge Bonilla  
*Secretario General*