
La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 6 del acta de la sesión 5582-2013, celebrada el 30 de enero del 2013,

dispuso en firme:

Aprobar el Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2013-2014, en los términos consignados en la documentación conocida en esta oportunidad, de conformidad con el siguiente texto:

Junta Directiva

Presidente

Dr. Rodrigo Bolaños Zamora

Ministro de Hacienda

MSc. Édgar Ayales Esna

Directores

Lic. Jorge Alfaro Alfaro

Lcda. Laura Suárez Zamora

MA. Silvia Charpentier Brenes

Dr. Juan Rafael Vargas 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 publicar¹ el programa monetario² y sus revisiones.

En cumplimiento de lo anterior y con base en el diagnóstico de la situación económica del 2012 así como las perspectivas para los próximos veinticuatro meses, se mantiene para el 2013 la meta de inflación anunciada en el Programa Macroeconómico 2012-13, extensiva al 2014, esto es una variación interanual de 5%, con un rango de tolerancia de ± 1 punto porcentual (p.p.).

La incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico mundial, así como los problemas de déficit fiscal y de elevados niveles de deuda, en especial de las economías desarrolladas, condicionan el ritmo de recuperación de la actividad económica. Lo anterior queda de manifiesto en las proyecciones más recientes de organismos internacionales (Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, por ejemplo) que señalan una modesta aceleración económica para el bienio 2013-14.

En el ámbito interno, el 2012 se caracterizó por los siguientes resultados: la inflación se mantuvo en el rango meta establecido en la programación, un crecimiento económico del 5,1%, aunque con tendencia a desacelerarse, y un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos financiado con capital externo de mediano y largo plazo. No obstante, preocupan dos elementos, por un lado la ausencia de una solución al desequilibrio de las cuentas fiscales y, relacionado con lo anterior, el ingreso de recursos externos motivado por el arbitraje de tasas de interés, particularmente, a partir del último trimestre del 2012, que generó un desequilibrio en la cuenta financiera de la balanza de pagos, incrementó la vulnerabilidad externa del país en el corto y mediano plazo y presionó a la apreciación del colón, lo cual requirió de una mayor compra de divisas por parte del Banco Central,

¹ 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 en los meses de enero y julio un informe sobre la evolución de la economía en el semestre anterior.

² A partir del 2007 se denomina Programa Macroeconómico; la consistencia de este programa es evaluada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT). Para mayor detalle consultar el documento "El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio" en [DIE-08-2008-DI](#).

condición última que provocó una expansión monetaria.

Esta situación resta grados de libertad al Banco Central para continuar con el proceso de reducción gradual de la inflación. En este bienio los esfuerzos estarán concentrados en dos áreas: evitar que esos condicionantes deterioren los avances logrados hasta la fecha en materia de inflación y reducir los elementos que vulneran la cuenta financiera de la balanza de pagos, los cuales podrían tener efectos perjudiciales sobre la estabilidad del sistema financiero costarricense. Además, con el fin de evitar que el ajuste se recargue en las tasas de interés, el Banco Central evalúa la conveniencia de utilizar otros instrumentos de política que la Ley le faculta.

Asimismo, el Banco Central continuará con el desarrollo del canal de comunicación con la sociedad, con el fin de promover el adecuado entendimiento de sus acciones y así facilitar el proceso de formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

PROGRAMA MACROECONÓMICO 2013-14³

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica presenta el Programa Macroeconómico 2013-14 en el cual establece sus objetivos y medidas de política para el bienio 2013-14.

En esta oportunidad el programa tiene como objetivo preservar la estabilidad interna del colón, para lo cual mantiene la meta de inflación para el bienio 2013-14 en 5% \pm 1 p.p.. Para ello busca neutralizar el desequilibrio monetario causado por los ingresos de ahorro externo, que tienden a generar expansiones del crédito superiores al crecimiento nominal de la economía. Además, velará por la sostenibilidad de la balanza de pagos, procurando que el ahorro externo requerido para el financiamiento de la brecha en cuenta corriente provenga de capital de mediano y largo plazo. Lo anterior es congruente con los objetivos prioritarios asignados a la Institución en su Ley Orgánica, de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda.

Si bien la inflación durante el 2012 (4,6%) por cuarto año consecutivo se ubicó dentro del rango meta de la programación macroeconómica, para el bienio 2013-14 se identifican elementos que restan grados de libertad al Banco Central para aplicar una política monetaria que consolide la estabilidad alcanzada en materia de inflación. Entre los riesgos destacan la ausencia de una solución al desbalance financiero del Gobierno Central y más recientemente, como consecuencia de las altas tasas de interés requeridas para financiar dicho déficit, la colocación de fondos externos en el mercado costarricense, que implicó una fuente de expansión monetaria asociada a la intervención del Banco Central en defensa del límite inferior de la banda cambiaria.

La monetización de esa compra de divisas y la menor preferencia relativa por instrumentos de deuda de mediano y largo plazo del Banco Central (en relación con los títulos fiscales) crearon un exceso monetario, por el momento parcialmente contenido con instrumentos de muy corto plazo (operaciones de contracción en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL)).

El reto de política monetaria del BCCR es esterilizar ese exceso monetario con instrumentos de deuda de mediano y largo plazo e implementar acciones que desincentiven el ingreso adicional de capitales externos. Por otra parte, debe evitar que el exceso inicial de liquidez que provocaron dichos flujos se manifieste en una burbuja crediticia que amenace la estabilidad del sistema financiero. Además, con el fin de que el ajuste no se recargue en las tasas de interés, el Banco Central evalúa la conveniencia de utilizar otros instrumentos de política que la Ley le faculta.

El Banco Central también mantendrá en el corto plazo el compromiso con los parámetros de la banda cambiaria⁴, sin que ello limite la transición, gradual y ordenada, hacia la flotación cambiaria

³ Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 6 de la sesión 5582 del 30 de enero del 2013.

⁴ El Banco Central reconoce que el compromiso con los tipos de cambio de intervención en los límites de la banda limitan la eficacia de la política monetaria.

y continuará mejorando el canal de comunicación con la sociedad, con el fin de promover el adecuado entendimiento de sus acciones de política y con ello facilitar el proceso de formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

Finalmente, reitera su compromiso de buscar, en el mediano plazo, la convergencia de la inflación local hacia la de largo plazo de los principales socios comerciales y procurar la sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos; ello en el tanto está convencido de que, desde una perspectiva de eficiencia y equidad, proveer la estabilidad macroeconómica es el principal aporte que la Institución puede hacer a la sociedad.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2012

2.1 Economía internacional

Durante el 2012 la recuperación de la economía mundial continuó, aunque a un menor ritmo en comparación con los dos años previos. En las naciones desarrolladas poco se avanzó en la solución de los desbalances fiscales y de los elevados niveles de deuda, originados en las medidas adoptadas para asegurar la estabilidad financiera y los planes de estímulo fiscal para enfrentar la crisis mundial de 2008-09.

Las economías emergentes, por su parte, desaceleraron su crecimiento debido a la menor tasa de crecimiento (incluso recesión) en los principales bloques económicos con los que mantienen vínculos comerciales y financieros importantes.

La crisis en la zona del euro fue el centro de atención de los organismos internacionales y de los principales bancos centrales, en su afán por corregir los problemas estructurales de índole financiero y fiscal, en especial en las economías de su periferia, como España, Italia y Grecia. De acuerdo con las Perspectivas de la Economía Mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés) del Fondo Monetario Internacional (FMI), se estima que en esta zona la actividad económica se contrajo en 0,4% en 2012 (en contraste con el crecimiento de 1,4% del 2011).

Dicho informe prevé que en Estados Unidos (EUA) el producto creció en torno a 2,3% en 2012 (1,8% en 2011). A pesar de que inició el año con buen ritmo (2,4% en el primer trimestre con respecto a igual periodo del 2011), se desaceleró a un 1,8% en el cuarto trimestre del 2012, por lo que las medidas de estímulo monetario adoptadas por la Reserva Federal no lograron el impulso deseado en el mercado laboral ni en el gasto de los hogares. Por otro lado, en las principales economías en vías de desarrollo las políticas contractivas (endurecimiento de condiciones crediticias y alzas en la tasa de política monetaria), producto de las presiones inflacionarias y la menor demanda externa, implicaron la desaceleración de su crecimiento de un 9% en 2009 a cerca de un 5,3% en 2012⁵.

Cuadro 1. Producto Interno Bruto de países seleccionados
-variación interanual en %-

	2011	Fondo Monetario	Consensus
		Internacional	Forecasts
		2012	2012
Mundo	3,9	3,2	2,5
Países Desarrollados	1,6	1,3	n.d
<i>Estados Unidos</i>	1,8	2,3	2,3
<i>Eurozona</i>	1,4	-0,4	-0,4
<i>Alemania</i>	3,1	0,9	0,7
<i>Japón</i>	-0,6	2,0	2,0
<i>Reino Unido</i>	0,9	-0,2	0,0
Países Emergentes	6,3	5,1	n.d
China	9,3	7,8	n.d
Brasil	2,7	1,0	1,5
<i>América Latina</i>	4,5	3,0	2,5

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Consensus Forecasts de enero 2013.

⁵ China e India desaceleraron desde un 10,4% y 10,1% en 2010 respectivamente a 7,8% y 4,9% en 2012, mientras que Brasil lo hizo desde un 7,5% a 1,5% en igual periodo.

El escaso dinamismo de la demanda interna en las principales economías desarrolladas, en parte debido a las altas tasas de desempleo (EUA de 7,7% a noviembre y zona del euro 11,7% a octubre) y las medidas contractivas en las emergentes y en desarrollo, llevaron a una desaceleración de la tasa de inflación mundial, de un 3,8% en 2011 a 3,0% en 2012⁶.

En diciembre la inflación interanual de los principales socios comerciales de Costa Rica alcanzó un 2,3%, lo que llevó el promedio para el año a un 2,7% (3,8% en 2011), esto ubicó el diferencial entre la inflación local (en promedio 4,5%) y ese indicador en 1,8 p.p. Ahora bien, este diferencial se reduce a 1,5 p.p. para el 2012 al comparar la inflación interanual promedio de Costa Rica con la de largo plazo de los principales socios comerciales (3,0%).

El deterioro en las expectativas de recuperación de la economía mundial, ante el agravamiento de la situación fiscal en países de la periferia de Europa, llevó a una baja en el precio promedio general de las materias primas durante el 2012 respecto al año previo, aunque se registraron comportamientos diferenciados entre ellas⁷.

2.2 Economía nacional

2.2.1 Inflación

Durante el 2012 la inflación general, medida con la variación interanual del IPC, se mantuvo dentro del rango meta del Programa Macroeconómico (5% \pm 1 p.p.). Al cierre del año registró un 4,6%, de esta manera, por cuarto año consecutivo la tasa de inflación se ubicó dentro del rango objetivo.

Al igual que la inflación general, la de mediano y largo plazo, aproximada entre otros indicadores con la variación interanual del Índice Subyacente

Gráfico 1. Inflación de Costa Rica y de sus principales socios comerciales -variación interanual en %-



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

Cuadro 2. Índice de Precios al Consumidor (IPC)
-a diciembre de cada año-

	2009	2010	2011	2012
Variación porcentual:				
Interanual	4,0	5,8	4,7	4,6
Promedio	7,8	5,7	4,9	4,5

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

⁶ Cifra estimada en la edición de enero del 2013 de la revista Consensus Forecasts, particularmente, para Estados Unidos se estima 2,1% (3,1% en 2011), para la zona euro 2,5% (2,7% en 2011) y América Latina 5,9% (7,1% en 2011). La estimación del FMI en enero 2013 fue de 2,0% (2,7% en 2011) para la economías desarrolladas y de 6,1% (7,2% en 2011) para economías emergentes y en desarrollo.

⁷ De acuerdo con las estadísticas del FMI a diciembre del 2012 el índice general de materias primas se redujo en promedio un 3% (26% en los dos años previos). Por su parte, el petróleo crudo creció 1,0% (28% y 32% en 2010 y 2011, respectivamente), mientras que al excluir éste las materias primas mostraron una caída del 10% (particularmente, los alimentos un 2,0%). A pesar de que en julio los precios internacionales de granos básicos reflejaron una presión al alza (maíz con 26% y trigo con 25%), asociada a sequías en ciertas regiones agrícolas de EUA, a diciembre estos granos registraron una variación promedio anual de 2,3% y -1,0%.

de Inflación y del Índice de Inflación de Media Truncada⁸, mostraron en el 2012 un comportamiento congruente con el objetivo inflacionario del Banco Central. El promedio de estos indicadores mostró un valor de 4,5% tanto en su crecimiento interanual a diciembre como durante el 2012. Ello evidencia la ausencia de presiones adicionales sobre la inflación originada por el lado de la demanda.

Esta situación reflejó, en buena medida, el efecto de las acciones de política del Banco Central adoptadas para controlar la liquidez sistémica⁹, que han propiciado que los determinantes macroeconómicos de la inflación (agregados monetarios, brecha del producto y expectativas de inflación) hayan evolucionado de forma congruente con la meta de inflación. También contribuyó en este resultado la relativa estabilidad cambiaria y la reducción de las presiones inflacionarias de origen externo.

La evolución de los principales agregados monetarios y crediticios no evidenció presiones de demanda agregada. Los indicadores monetarios mostraron tasas medias de crecimiento anual congruentes con la actividad económica y la meta de inflación, excepto la riqueza total que reflejó el mayor financiamiento interno neto requerido por el Gobierno.

A pesar de la situación anterior, a partir del último trimestre del año se registró un exceso de liquidez asociado, en mayor medida, a la compra de divisas del BCCR en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX), en razón del ingreso no previsto de recursos externos motivados por arbitraje de tasas de interés y que coincidió con un periodo que estacionalmente se caracteriza por mayor disponibilidad de divisas.

Este exceso de liquidez ha sido difícil de neutralizar con instrumentos de deuda de mediano y largo plazo, por lo que de mantenerse se podría comprometer

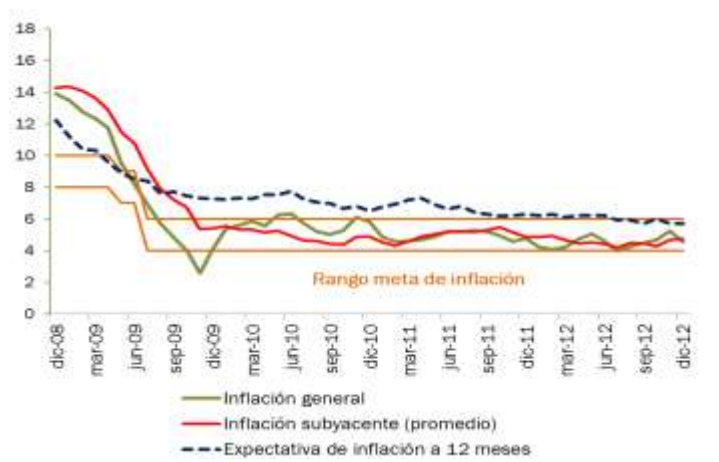
Cuadro 3. IPC: Indicadores de precios
-variación interanual a diciembre en %-

	2011	2012	Ponderaciones	
			jul-06	dic-12
IPC	4,7	4,6		
Regulados	4,0	9,9	21	22
No Regulados	4,9	3,2	79	78
Bienes	4,1	1,6	53	49
Servicios	5,4	7,6	47	51
Transables	4,6	1,8	40	34
No Transables	4,8	6,0	60	66
Subyacente^{1/}	5,1	4,7		
IPPI	8,1	3,6		

^{1/} Se refiere a un promedio simple del ISI, IPCX e IMT.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 2. Inflación: general, subyacente¹ y expectativas
-variación porcentual interanual-



^{1/} Promedio simple del ISI, IMT e IPCX, este último se cuantifica excluyendo de la canasta del IPC los precios de combustibles, frutas, hortalizas, leguminosas y tubérculos.

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

⁸ Estos indicadores constituyen una medida de la inflación asociada al fenómeno monetario y sobre la cual la política monetaria tiene una mayor influencia.

⁹ Ello aunado a la tendencia de mediano plazo de reducción del tamaño del déficit del Banco Central, producto de capitalizaciones realizadas en décadas anteriores y el efecto positivo del señoreaje en los años en que el país presentó inflaciones de dos dígitos. Para mayor detalle consultar los Informes de Inflación de enero 2005, febrero 2007, agosto 2007, junio 2009 y el de setiembre del 2012.

el proceso de reducción y estabilización de la inflación observada desde finales del 2008.

En cuanto al comportamiento de los determinantes de la inflación en el corto plazo, brecha del producto¹⁰ y expectativas, éstos no generaron presiones adicionales sobre la inflación. Las estimaciones para el 2012 ubicaron la brecha del producto en promedio en torno a 0,1%; nivel que al compararse con los años previos (con brecha negativa) sugiere que la holgura de la capacidad productiva del país se redujo y de continuar esta tendencia se podrían generar presiones inflacionarias adicionales.

Por su parte, las expectativas de inflación, de acuerdo con la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y de Variación del Tipo de Cambio, han mostrado un proceso de reducción desde el 2009¹¹. El comportamiento en esta variable sugiere un mayor grado de confianza en el compromiso del Banco Central de mantener la inflación baja y estable.

2.2.2 Actividad económica

La actividad económica del país, medida por el Producto Interno Bruto (PIB) real, creció un 5,1% en el 2012 (4,4% en el 2011), resultado liderado por el desempeño de las industrias de manufactura (en especial las vinculadas al sector externo) y de servicios.

La manufactura creció 6,3% (4,2% en el 2011)¹³, sustentada en la actividad de las empresas adscritas a regímenes especiales. A lo anterior se sumó la mayor producción de las empresas del régimen regular, favorecida por una mayor demanda externa (principalmente, de productos lácteos y aceite de palma) y demanda local, en particular, de insumos para la construcción y de embalaje de productos agrícolas de

Gráfico 3. Valor Agregado de las principales industrias 2011-12
-variación porcentual interanual-



*/ Incluye servicios de electricidad y agua, intermediación financiera, actividades inmobiliarias, servicios de administración pública, servicios comunales, sociales y personales.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁰ El exceso de gasto cuyo origen se relaciona con desequilibrios en el mercado monetario, se aproxima con la brecha del producto. La brecha es definida como la diferencia entre el nivel del producto efectivo y el potencial, expresado como porcentaje del producto potencial. El producto potencial se refiere al nivel máximo que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, sin que genere presiones inflacionarias.

¹¹ Mientras en el 2008 su valor promedio fue de 11,4%, la desaceleración en esta variable continuó para alcanzar 8,7% en el 2009; 7,2% en el 2010; 6,7% en 2011 y 6,0% en 2012. Cabe mencionar que durante el segundo semestre del 2012, las expectativas de inflación permanecieron ancladas en el rango meta de inflación, situación que prevalece en enero del 2013, con un valor promedio de 5,6%.

¹² El crecimiento se concentró en el primer semestre del 2012 y tendió a desacelerar en el segundo, lo que se reflejó en variaciones interanuales de la serie original de 6,3% y 4,0% respectivamente.

¹³ La variación interanual de la serie de tendencia ciclo de la manufactura fue 10,2% y 3,0% en el primer y segundo semestres, respectivamente.

exportación, entre otros.

En relación con las industrias de servicios destacan:

- i) Transporte, almacenamiento y comunicaciones, que creció 5,9%, resultado que continúa explicado, principalmente, por la mayor demanda de los servicios de telefonía celular e internet, de transporte de mercancías, así como por las actividades vinculadas al turismo¹⁴.
- ii) El comercio, restaurantes y hoteles creció 4,2% debido al mayor volumen de ventas de vehículos, aparatos eléctricos y productos farmacéuticos y de cuidado personal. Sobresalen también las ventas de cemento, plástico y estructuras metálicas, asociadas a la recuperación de la industria de la construcción.
- iii) Los servicios empresariales crecieron un 9,6%, liderados por los servicios de centros de llamadas, servicios administrativos y de creación de programas informáticos.

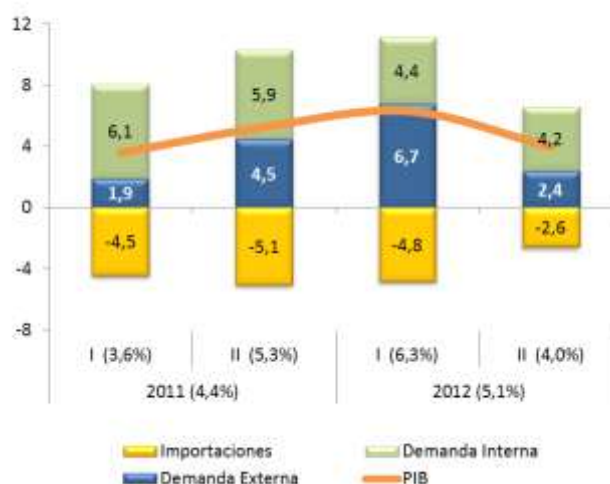
Destaca el resultado en la industria de la construcción que luego de tres años consecutivos de retroceso presentó un crecimiento de 5,7% en el 2012, sustentado en la recuperación de la construcción privada y en menor medida en la pública.

Desde la óptica del gasto, según el aporte a la tasa de crecimiento del producto, el impulso provino de la demanda externa, concentrado en la primera parte del año, y en menor medida, del gasto de consumo final de los hogares y de la formación bruta de capital fijo (demanda interna).

En el 2012, la demanda externa creció un 8,5% debido a las mayores ventas de microcomponentes electrónicos, equipo médico, café, piña, productos lácteos, aceite de palma, aparatos y suministros eléctricos¹⁵. Aunado a lo anterior, las exportaciones de servicios mantuvieron el ritmo de crecimiento de los últimos años, principalmente, de los centros de llamadas y costos, informática y los vinculados con el transporte de bienes y el turismo receptor.

Por su parte, la demanda interna creció un 4,3% en el 2012, debido especialmente al mayor gasto de consumo de los hogares (4,5%), este resultado es congruente con el crecimiento que presentó el ingreso disponible real (4,7%) y el repunte del crédito al sector privado. En el caso de la formación bruta de capital fijo su crecimiento de 8,1% fue determinado, en mayor medida, por la adquisición de maquinaria y equipo de origen importado (equipo móvil de transporte y la maquinaria y equipo para la construcción). La inversión en nuevas construcciones reflejó la recuperación de la construcción de infraestructura privada así como el aporte positivo de la inversión de obra pública. El gasto de consumo final del Gobierno creció 1,7% (2,8% en el 2011) resultado que reflejó en parte el efecto de las medidas de contención del gasto público, evidenciadas en la contracción del número de plazas y jornadas extraordinarias para los servicios de educación y salud.

Gráfico 4. Contribución al crecimiento del PIB
-aporte en p.p. a la tasa de variación -



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁴ Aviación, agencias de viajes y alquiler de autos. Se estima que la entrada de turistas creció 7,8%.

¹⁵ Los principales mercados de destino de las exportaciones fueron Estados Unidos, Asia y Europa.

Finalmente, las importaciones de bienes y servicios registraron una variación interanual de 7,0%, destacando las mayores adquisiciones de materias primas, bienes de consumo y de capital.

2.2.3 Balanza de pagos

Cifras preliminares del 2012 ubican el déficit en cuenta corriente en un 5,2% del PIB (5,4% en 2011), principalmente, asociado al desempeño del sector servicios y a la mejora en los términos de intercambio.

La brecha de la cuenta corriente fue más que compensada por los flujos de capital, lo que propició la acumulación de activos de reserva por EUA\$2.110 millones.

En las ventas externas de bienes destacó la expansión de 12,2% en los regímenes especiales y 6,9% de las mercancías generales. En tanto, las importaciones de los regímenes especiales crecieron 12,9% y las de empresas fuera de esquemas preferenciales de comercio aumentaron 6,5%. En este último grupo, la factura petrolera aumentó 1,1%¹⁶ por efecto precio, ya que la cantidad fue inferior en 258 mil barriles (-1,4%).

En el 2012, la exportación neta de servicios creció un 12,3%, en especial los asociados a informática y procesamiento de información; apoyo empresarial y el turismo receptivo. Este superávit aumentó la cobertura de los balances deficitarios de las cuentas de bienes y renta, como ha sido usual en los últimos años.

Por su parte, el componente de “renta y transferencias” presentó un mayor desbalance, atribuido principalmente a mayores transferencias de utilidades de las empresas adscritas a regímenes especiales. Adicionalmente, el valor de las transferencias corrientes aumentó un 3% en el caso de los envíos de costarricenses radicados en el exterior y un 9,5% en las remesas de los inmigrantes.

Durante el 2012 los flujos netos de la cuenta de capital y financiera registraron un ingreso de EUA\$4.440 millones, monto superior en EUA\$2.105 millones al observado en el 2011. Estos recursos financiaron el déficit en cuenta corriente y, propiciaron un aumento en el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) hasta un equivalente de 15,2% del PIB (11,6% en 2011).

Los flujos netos de capital privado en términos del PIB aumentaron de 5,2% en 2011 a 8,0% en 2012. En este resultado influyó el ingreso de recursos externos, en parte motivado por el arbitraje de tasas de interés y el mayor endeudamiento en el exterior del sector bancario, cuyos pasivos con no residentes aumentaron EUA\$590 millones y los activos se redujeron en alrededor de EUA\$110 millones. Por su parte, el ahorro externo bajo la modalidad de inversión extranjera continuó financiando prácticamente la totalidad de la brecha en la cuenta corriente de la balanza de pagos, con lo cual se mantuvo la perspectiva de sostenibilidad de la posición externa del país.

El sector público también registró una entrada neta de recursos por EUA\$820 millones, donde

Cuadro 4. Balanza de Pagos ^{1/}

-millones de dólares-

	2011			2012		
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem	II Sem	Anual
Cuenta corriente (% PIB)	-1,2%	-4,1%	-5,4%	-1,6%	-3,6%	-5,2%
Cuenta corriente	-508	-1.695	-2.203	-707	-1.624	-2.330
Bienes	-2.498	-3.320	-5.818	-2.666	-3.467	-6.133
Exportaciones FOB	5.246	5.137	10.383	5.979	5.427	11.406
Importaciones CIF	7.744	8.457	16.201	8.646	8.894	17.539
Hidrocarburos	1.094	1.058	2.151	1.174	1.001	2.174
Servicios	2.057	1.802	3.860	2.300	2.034	4.334
Viajes	1.059	688	1.747	1.209	775	1.984
Renta y transferencias	-67	-177	-244	-341	-191	-532
Cuenta de capital y financiera	717	1.618	2.335	823	3.616	4.440
Sector público	20	194	214	19	810	829
Sector privado	697	1.424	2.121	804	2.807	3.611
IED	1.066	1.090	2.157	1.058	1.180	2.238
Activos de reserva	-209	77	-132	-117	-1.993	-2.110
(-aumento, + disminución)						

^{1/} Datos estimados para 2012.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁶ El precio promedio del cóctel de hidrocarburos por barril fue de EUA\$119,6 en el 2012 (EUA\$ 116,6 en 2011).

destacó la colocación de bonos por EUA\$1.000 millones en los mercados financieros internacionales por parte del Ministerio de Hacienda en noviembre.

2.2.4 Finanzas públicas

El déficit del Sector Público Global Reducido (SPGR), según cifras preliminares acumuladas a diciembre del 2012, representó un 4,6% del PIB, cifra inferior en 1,0 p.p. al registrado en 2011. Dicho resultado estuvo determinado, principalmente, por el superávit generado por el resto del Sector Público No Financiero Reducido (RSPNFR)¹⁷, el cual más que compensó el deterioro en las finanzas del Gobierno Central.

Cuadro 5. Resultado Financiero Sector Público Global ^{1/}
-acumulado a noviembre como % del PIB-

	2011	2012	Variación
SPGR	-5,6	-4,6	-1,0
BCCR	-0,6	-0,6	0,0
SPNF	-5,0	-4,0	-1,0
Gobierno Central	-4,1	-4,4	0,3
RSPNFR	-0,9	0,4	-1,3

^{1/} Para el resto del SPNF cifras preliminares.

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

La desmejora de la situación financiera gubernamental se presentó pese a los esfuerzos, más que todo de tipo administrativo, que el Gobierno Central realizó por contener el crecimiento de los egresos y mejorar la recaudación de impuestos, especialmente, fortaleciendo la administración tributaria para luchar contra la evasión y la morosidad.

En particular, el Gobierno Central acumuló en el 2012, un déficit financiero de 4,4% del PIB (4,1% en 2011), debido no sólo a la aceleración en el crecimiento del gasto total (10,5%), el cual fue superior 6,6 p.p. al observado el año anterior, sino a que la tasa de crecimiento de la recaudación tributaria fue menor (8,6% contra 11,1% en 2011)¹⁸. Además, el comportamiento de los ingresos y gastos (excluido el servicio de intereses) implicó un déficit primario de 2,4% del PIB, superior 0.4 p.p. con respecto al del 2011.

La expansión del gasto gubernamental se explicó por el mayor crecimiento de las transferencias corrientes y de capital, las cuales crecieron 14,6% y 20,8%, respectivamente (4,5% y -39,7% en el 2011)¹⁹. Lo anterior, fue atenuado por el menor dinamismo en las erogaciones efectuadas por concepto de remuneraciones y cargas sociales del sector público (8,8%); consumo de bienes y servicios (5,4%) y el pago de intereses (5,0%)²⁰.

Cabe indicar que, en la evolución de los ingresos tributarios destacó el crecimiento en la recaudación del impuesto sobre ventas internas (11,4%) y otros ingresos tributarios (10,7%) asociados, en particular, a los combustibles y al tabaco. En contraste, se presentó poco dinamismo en la recaudación del impuesto aduanero, sobre el consumo y sobre los ingresos y utilidades (6,6%, -0,5% y 7,6% respectivamente), congruente con el comportamiento desacelerado de la actividad económica en los últimos meses del año.

Por otro lado, el Banco Central registró en el 2012 un déficit financiero (según metodología cuentas monetarias) equivalente a 0,6% del PIB (¢144.121 millones), similar a lo observado el año anterior. En términos generales, la evolución de las pérdidas de la Institución estuvo determinada por los gastos financieros derivados de sus operaciones de estabilización monetaria, específicamente, por el mayor pago de intereses sobre obligaciones en moneda nacional, los cuales fueron parcialmente compensados por los ingresos netos recibidos sobre activos externos y por los menores egresos por

¹⁷ Incluye una muestra de seis instituciones del sector público, a saber, CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPSSJ e ICAA.

¹⁸ Al cierre del año 2012, el crecimiento real de los ingresos y gastos del Gobierno fue de 3,5% y 5,7% respectivamente.

¹⁹ En el caso de las transferencias corrientes destacó el pago de deudas a la CCSS y los mayores recursos destinados, principalmente, a la atención de programas sociales. En el caso de los gastos de capital sobresalió el aporte a las Juntas de Educación, básicamente para infraestructura y los giros a CONAVI, para rehabilitación de infraestructura vial.

²⁰ El crecimiento de estos rubros en el mismo lapso del 2011 fue de 12,2%, 12,4% y 11,9% respectivamente.

intereses sobre obligaciones en moneda extranjera.

El resto del sector público no financiero reducido (RSPNFR), contrario a lo observado en los últimos años, acumuló a diciembre un superávit financiero equivalente a 0,4% del PIB (déficit de 0,9% en el 2011). Dicha mejora se asocia al mejor resultado de todas las instituciones, en especial por el superávit de la Caja Costarricense del Seguro Social (CCSS).

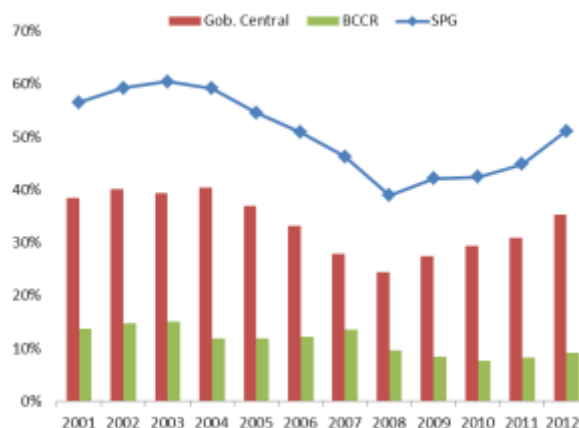
Por otra parte, el saldo de la deuda total del Sector Público Global²¹ ascendió a €11,6 billones en el 2012 (51,1% del PIB), lo que en términos relativos significó un incremento de 6,5 p.p. con respecto a lo observado doce meses atrás.

En el caso del Gobierno²², el financiamiento requerido mostró no solo la mayor colocación neta de bonos de deuda interna que requirió en el 2012 para atender sus obligaciones financieras, sino la colocación de bonos en el mercado internacional por EUA\$1.000 millones, lo cual significó un cambio en la estrategia de financiamiento con respecto a lo observado en los últimos años y que permitió reducir las presiones sobre el nivel de tasas de interés. No obstante, la mayor carga de la deuda del Gobierno pone de manifiesto la fragilidad fiscal para los próximos años, toda vez que, en ausencia de una reforma fiscal (mayores ingresos tributarios y menores gastos primarios) que contribuya a generar el superávit primario requerido para romper su tendencia creciente, la razón de deuda alcanzaría niveles insostenibles.

2.2.5 Liquidez, tasas de interés y tipo de cambio

En términos generales, los agregados monetarios mostraron tasas medias anuales acordes con el crecimiento de la actividad económica y la meta de inflación; no obstante, se observó un repunte en su crecimiento en los últimos meses del año, comportamiento sobre el cual se está vigilante con el fin de evitar que se traduzca en presiones futuras de demanda agregada.

Gráfico 5. Deuda del Sector Público Global
- % del PIB -



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

²¹ Incluye la deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y de algunas instituciones del RSPNFR.

²² La deuda del Gobierno en términos del PIB alcanzó un 35,7% en el 2012 (30,8% el año previo).

Cuadro 6. Agregados Monetarios y Crédito al Sector Privado^{1/}

-promedio de la variación porcentual interanual-

	Medio circulante ampliado ^{2/}			Liquidez total			Riqueza financiera total ^{4/}			Crédito al sector privado		
	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{5/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{5/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{5/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{5/}
2010												
Enero-Junio	6,1	21,9	12,7	8,7	11,2	9,8	12,1	10,9	11,7	9,6	-2,8	4,4
Julio-Diciembre	12,8	16,7	14,6	9,3	6,5	8,1	12,2	8,1	10,8	11,7	1,0	7,3
Enero-Diciembre	9,5	19,3	13,6	9,0	8,9	8,9	12,2	9,5	11,3	10,7	-0,9	5,9
2011												
Enero-Junio	19,9	11,5	16,0	16,7	2,8	10,9	14,8	3,6	11,0	10,5	10,3	10,4
Julio-Diciembre	18,8	3,8	12,0	14,0	-2,0	7,0	16,2	0,8	11,0	11,3	17,1	13,5
Enero-Diciembre	19,3	7,7	14,0	15,4	0,8	9,0	15,5	2,2	11,0	10,9	13,7	11,9
2012												
Enero-Junio	10,4	2,8	7,1	11,3	1,8	7,3	16,5	5,6	13,0	14,7	16,9	15,4
Julio-Diciembre	8,5	1,1	5,5	15,9	5,8	11,9	19,7	8,0	16,1	13,3	14,5	14,7
Enero-Diciembre	9,5	1,9	6,3	13,6	3,8	9,6	18,1	6,8	14,6	14,0	15,7	15,0

1/ 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 2012.

2/ Comprende numerario en poder del público (colones) y depósitos en colones y en moneda extranjera bajo las figuras de cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.

3/ Expresado en dólares estadounidenses.

4/ Incluye liquidez de Otras Sociedades de Depósito e instrumentos del Banco Central y del Ministerio de Hacienda.

5/ En los casos que el agregado incluye instrumentos en colones y en moneda extranjera, se elimina el efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

A nivel de componentes, los agentes económicos mostraron mayor preferencia por instrumentos a plazo y en moneda nacional, en relación con aquellos altamente líquidos como el medio circulante. La mayor demanda por este tipo de activos financieros, en particular de deuda pública, respondió al incentivo que ofrecen los rendimientos en colones frente a las tasas de interés bajas en el mercado internacional y la expectativa de variación cambiaria baja o casi nula.

Precisamente, la oportunidad de arbitraje de rendimientos financieros dada la coexistencia de condiciones como la libre movilidad de capitales; tasas de interés en los mercados internacionales en niveles históricamente bajos; tasas de interés locales elevadas y un tipo de cambio prácticamente fijo (“anclado” en el límite inferior de la banda cambiaria), incentivaron el ingreso de recursos externos (en parte motivados por arbitraje de tasas de interés o bien por acceso a recursos de bajo costo). Este ingreso de capital aumentó el superávit de divisas en el MONEX, apreció la moneda nacional y, dado el compromiso de defensa del límite inferior de la banda cambiaria, requirió de la intervención del BCCR adquiriendo divisas.

En el 2012 y lo transcurrido al mes de enero del 2013 la compra de divisas por parte del Banco Central (mayoritariamente en defensa del límite inferior de la banda cambiaria) ascendió a EUA\$1.612,9 millones, de los cuales EUA\$1.500,0 millones formaron parte de lo autorizado por la Junta Directiva con el segundo programa de acumulación de reservas, el ritmo de adquisición fue mucho más rápido de lo previsto²³. Estas operaciones implicaron, por lo tanto, una expansión monetaria que, unida a la menor preferencia relativa por instrumentos de deuda de mediano y largo plazo del Banco Central (en relación con títulos fiscales) crearon un exceso monetario que se estima en torno a los ¢450 mil millones (equivalente al 30% del saldo medio de la base monetaria en el 2012).

Este exceso monetario por el momento ha sido parcialmente contenido con instrumentos de muy corto plazo; sin embargo, fácilmente podrían canalizarse a crédito, lo que introduciría presiones de demanda, cuya manifestación podría darse en una mayor inflación, recalentamiento de la economía

²³ Este programa estaba previsto para el periodo febrero 2012-diciembre 2013.

y mayores riesgos en el sistema financiero.

En relación con el crédito al sector privado, éste mostró un crecimiento en el 2012 de 14,3%, tasa que aunque cercana a la registrada el año anterior, superó a la prevista en la programación macroeconómica (10,6%)²⁴, básicamente por un mayor crecimiento de las operaciones denominadas en dólares, financiadas en parte con endeudamiento externo adquirido por los entes financieros. El crecimiento por monedas fue diferenciado, hubo una mayor preferencia por el crédito en dólares, cuya tasa de crecimiento alcanzó el 18,7%, alrededor de 8 p.p. sobre la respectiva en moneda nacional.

En razón de ello, se considera necesario tener presente que, los excesos monetarios mantenidos en instrumentos de corto plazo podrían trasladarse fácilmente hacia crédito bancario, comprometiendo prospectivamente la consecución de la meta inflacionaria. Además, preocupa que la preferencia por el crédito en moneda extranjera, dado el acceso a fondos externos de bajo costo y la expectativa de estabilidad cambiaria, introduce riesgos en los balances de familias y empresas, en muchos casos no generadores de divisas, que son trasladados a las entidades financieras y por ende, adiciona vulnerabilidades al sistema financiero.

Los mercados de dinero por su parte reflejaron las condiciones de liquidez asociadas con movimientos de deuda pública (servicio y colocación) y, particularmente en los últimos meses del 2012 e inicios del 2013, con la expansión monetaria ligada a la compra de divisas por parte del Banco Central. Esta mayor disponibilidad de recursos generó presiones a la baja en el costo del dinero que llevó al Banco Central a

intervenir activamente en el Mercado Integrado de Liquidez con subastas diarias de contracción de liquidez con el fin de ubicar la tasa de interés de este mercado en torno a la Tasa de Política Monetaria (TPM). La TPM se mantuvo en 5% a lo largo del año, toda vez que la Junta Directiva consideró que desde el punto de vista de los determinantes de la inflación (brecha del producto, expectativas inflacionarias y agregados monetarios) no existían razones que llevaran a modificarla.

El comportamiento disímil en las tasas de interés observado en otros mercados de negociación, como la Rueda de Recompras (REPO) o el Mercado de Dinero de la Bolsa Nacional de Valores (MEDI) con respecto al MIL, evidenció la necesidad de avanzar en la integración de los mercados de dinero, con un mejor funcionamiento de procesos de arbitraje entre mercados. En ese sentido, iniciativas que procuran fortalecer el marco institucional del mercado de valores, como el proyecto de Desarrollo del Mercado de Valores, impulsado por el Poder Ejecutivo con apoyo del Banco Central y del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.

Gráfico 6. Tasas de interés promedio en el MIL
-en porcentajes-



TPM: Tasa de Política Monetaria, FPC: tasa de interés de la facilidad permanente de crédito, FPD: tasa de interés de la facilidad permanente de depósito.
Cifras al 28 de enero del 2013.

²⁴ Crédito otorgado por las "Otras sociedades de depósito" (ODSD), agrupación que comprende a los bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, empresas financieras no bancarias y mutuales de ahorro y préstamo.

En materia de deuda y consecuente con el ajuste al alza en las tasas de interés pasivas realizado por los intermediarios financieros y el Ministerio de Hacienda, el Banco Central incrementó las tasas de interés de sus Depósitos Electrónicos a Plazo. Como resultado de la competencia por fondos prestables, ante el mayor requerimiento de recursos por parte del Gobierno y otras entidades públicas y la dinámica del crédito al sector privado, las tasas de interés mostraron una tendencia al alza hasta el tercer trimestre del año, situación que se revirtió a partir del último trimestre del año.

Lo anterior repercutió en la Tasa Básica Pasiva²⁵ (TBP), la cual aumentó entre el 31 de diciembre del 2011 y 10 de octubre del 2012 en 300 puntos base, para posteriormente bajar entre esa última fecha y el 31 de enero del 2013 en 270 puntos base.

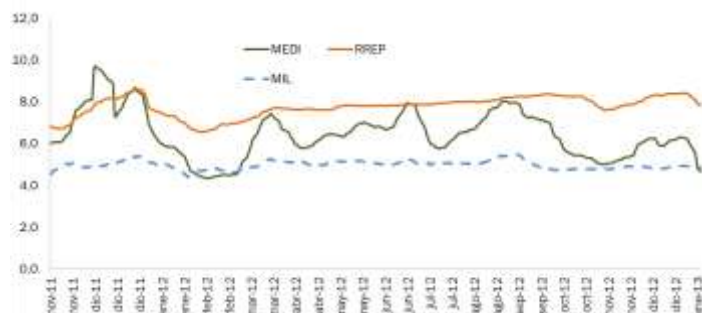
La oportunidad de arbitraje de rendimientos financieros dada la coexistencia de condiciones como la libre movilidad de capitales; tasas de interés en los mercados internacionales en niveles históricamente bajos; elevado premio por ahorrar en colones y un tipo de cambio prácticamente fijo (“anclado” en el límite inferior de la banda cambiaria), incentivaron el ingreso de recursos externos (ingresos de capitales por arbitraje de tasas de interés y por mayor endeudamiento externo de intermediarios financieros). Este ingreso de capital aumentó el superávit de divisas en el MONEX, presionó a la baja el tipo de cambio nominal y requirió de la intervención del BCCR adquiriendo divisas.

Las transacciones privadas generaron en el 2012 un superávit de EUA\$3.642,8 millones en el mercado cambiario, lo que permitió cubrir los requerimientos netos del Sector Público no Bancario y las compras del Banco Central en defensa del límite inferior de la banda cambiaria por EUA\$1.369,4 millones bajo el Programa de Acumulación de Reservas. Si bien ese monto de compras de divisas forma parte de lo autorizado por la Junta Directiva con el segundo programa de acumulación de reservas, el ritmo de adquisición fue mucho más rápido de lo previsto²⁶. La liquidez generada a partir de este proceso creó un exceso monetario cuya esterilización ha sido difícil de realizar, por lo que podría comprometer la estabilidad interna en los próximos meses.

3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2013-14

Las proyecciones de crecimiento económico mundial para el bienio 2013-14 mejoran levemente en relación con el 2012. Los países emergentes seguirían aportando de manera creciente a la actividad económica, al igual que en años previos; mientras los países desarrollados continuarán enfrentando, aunque en menor medida, los efectos de la restructuración y consolidación fiscal, por lo que tendrían una lenta aceleración en los próximos años.

Gráfico 7. Tasas de interés en mercados de dinero^{1/}
-en porcentajes-



1/ Corresponde a promedios móviles de diez sesiones.
Fuente: Banco Central de Costa Rica

²⁵ La Junta Directiva del BCCR en el artículo 7 del acta de la sesión 5574-2012, celebrada el 12 de diciembre del 2012, acordó modificar la metodología de cálculo de la TBP. Los cambios fueron los siguientes: (i) Promedio simple por entidad y por grupo de intermediario financiero de las tasas de interés. Por entidad se excluyen aquellas tasas de interés que presenten diferencias de al menos dos desviaciones estándar con respecto a la tasa promedio simple de la entidad, (ii) promedio móvil (6 meses) del saldo de la captación en colones a plazo como ponderador de cada grupo de intermediarios, (iii) no incluye instrumentos emitidos por Ministerio de Hacienda y BCCR y (iv) redondeo al veinteavo de punto porcentual más cercano.

²⁶ En el 2012 se adquirió el 91,3% del monto autorizado para el bienio 2012-13.

El moderado ritmo de crecimiento económico de los principales socios comerciales limitaría la posibilidad de un mayor incremento de la producción costarricense por la vía de las exportaciones; no obstante, la mejora en los términos de intercambio y el aumento en el ingreso nacional disponible real apoyarían la expansión del gasto interno.

En este contexto, se estima que el PIB crecería un 4,0% en el 2013 y el 2014, tasa inferior al promedio de los últimos tres años (4,8%).

El menor crecimiento proyectado para el 2013 con respecto a lo indicado por el Banco Central en julio del 2012 (4,2%), se explica por una desaceleración mayor a la prevista tanto en la demanda interna como externa. En la primera, la revisión a la baja en el crecimiento del ingreso nacional disponible desde un 4,7% en julio del 2012 a 3,8% se manifestaría en una desaceleración de la demanda por bienes de consumo. En el caso de la demanda externa, las exportaciones de los regímenes especiales serían mayormente impactadas, sobre todo por la recesión en la Eurozona.

En el 2014, la previsión de un mayor volumen de importación de materias primas y de bienes de capital estaría vinculada a la aceleración de la demanda externa de bienes de los regímenes regular y especiales. También se estima que las compras bienes de consumo de origen importado se verán favorecidas por una mayor demanda interna (4,9%), la cuál estará impulsada por la mejora en los términos de intercambio y en el ingreso nacional disponible (4,3%).

A nivel de industrias, el crecimiento económico proyectado para el bienio 2013-14 estaría liderado por las que abastecen la demanda interna. Particularmente destacan:

- Transporte, almacenamiento y comunicaciones con un crecimiento en torno al 6,0% explicado, principalmente, por un aumento en la oferta de productos relacionados con telefonía celular e internet en razón de la mayor competencia en esta actividad. También, aunque en menor medida, se prevé un desempeño favorable en actividades de transporte relacionadas con el turismo receptor y el comercio exterior de mercancías.

Cuadro 7. Proyecciones de crecimiento económico
-variación porcentual anual-

	Fondo Monetario			Consensus Forecasts		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Mundo	3,2	3,5	4,1	2,5	2,6	3,2
Países Desarrollados	1,3	1,4	2,2	n.d	n.d	n.d
<i>Estados Unidos</i>	2,3	2,0	3,0	2,3	2,0	2,8
<i>Eurozona</i>	-0,4	-0,2	1,0	-0,4	-0,1	0,9
<i>Alemania</i>	0,9	0,6	1,4	0,7	0,7	1,7
<i>Japón</i>	2,0	1,2	0,7	2,0	0,7	1,0
<i>Reino Unido</i>	-0,2	1,0	1,9	0,0	1,0	1,7
Países Emergentes	5,1	5,5	5,9	n.d	n.d	n.d
China	7,8	8,2	8,5	n.d	n.d	n.d
Brasil	1,0	3,5	4,0	1,0	3,3	3,9
<i>América Latina</i>	3,0	3,6	3,9	2,7	3,5	3,9

Fuente: World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional y Revista Consensus Forecasts de enero 2013.

Cuadro 8. Demanda y oferta globales a precios constantes
-variación porcentual interanual-

	2012	2013	2014
DEMANDA = OFERTA	5,8	3,4	4,7
1 Demanda interna	4,3	3,5	4,9
a. Consumo privado	4,5	3,8	4,2
b. Consumo de Gobierno	1,7	2,0	2,4
c. Inversión privada	8,1	5,2	5,8
d. Inversión pública	7,9	2,1	9,4
e. Variación de inventarios (% PIB)	1,6	1,4	1,6
2 Exportaciones	8,5	3,1	4,3
Bienes	8,7	2,5	4,3
Servicios	7,7	5,1	4,0
3 Importaciones	7,0	2,3	5,9
Bienes	6,8	1,7	5,9
Servicios	8,7	7,0	5,8
4 Producto Interno Bruto	5,1	4,0	4,0

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- La manufactura presentaría un incremento anual de 3,4% y 3,0 % para el 2013 y 2014 respectivamente, ritmo de crecimiento menor al observado en años recientes. Este resultado se asocia, en mayor medida, al comportamiento de las empresas adscritas a los regímenes especiales de comercio ante la desaceleración en las proyecciones de la demanda externa, situación compensada parcialmente por el desempeño favorable de las empresas del régimen regular.

Cuadro 9. Producto Interno Bruto y valor agregado por industria
-variación porcentual interanual-

	2012	2013	2014
Producto Interno Bruto real	5,1	4,0	4,0
Agricultura, silvicultura y pesca	3,5	2,8	2,7
Industria manufacturera	6,3	3,4	3,0
Construcción	5,7	4,6	7,9
Comercio, restaurantes y hoteles	4,2	3,6	3,1
Transporte, almacenaje y comunicaciones	5,9	6,0	5,8
Otros servicios prestados a empresas	9,6	6,3	6,1
Resto	3,8	3,2	3,5

1/Incluye servicios de electricidad y agua; intermediación financiera; actividades inmobiliarias; servicios de administración pública; y servicios comunales, sociales y personales.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- Las industrias de comercio restaurantes y hoteles y, los servicios prestados a empresas crecerán a un ritmo inferior al registrado en los últimos tres años. En el primer caso influiría la debilidad del crecimiento mundial, la desaceleración del ingreso de turistas y la merma en la demanda interna, principalmente en el 2013. En el caso de los servicios prestados a empresas, si bien desaceleran con respecto al 2012, crecerían a tasas superiores al promedio de la economía, dado que el país continúa como destino competitivo para la atracción de empresas que brindan los servicios de centros de llamadas, centros de costo y desarrollo de programas informáticos.
- Por último, la construcción continuará con tasas de variación positivas, destacando un repunte en el 2014 (7,9%), sustentado en la ejecución de la construcción de obra pública que contempla la modernización de la planta de refinería de petróleo y la continuación de las obras de mejora de infraestructura vial, portuaria y de proyectos hidroeléctricos.

Cuadro 10. Balanza de Pagos
-millones de dólares y porcentaje del PIB-

	2012	2013	2014
Cuenta corriente/PIB	-5,2%	-4,9%	-5,1%
Cuenta corriente	-2.330	-2.440	-2.731
Bienes	-6.133	-6.365	-7.099
Exportaciones FOB	11.406	11.717	12.401
Importaciones CIF	17.539	18.083	19.500
De los cuales hidrocarburos	2.174	2.175	2.259
Servicios	4.334	4.729	5.155
De los cuales viajes	1.984	2.157	2.314
Renta y transferencias	-532	-804	-787
Cuenta de capital y financiera	4.440	3.394	3.354
Sector público	829	911	991
Sector privado	3.611	2.482	2.363
De los cuales IED	2.238	2.051	2.269
Activos de reserva	-2.110	-954	-623
(-aumento, + disminución)			
Memorandum			
Cuenta Corriente / PIB	-5,2	-4,9	-5,1
Cuenta Comercial / PIB	-13,6	-12,7	-13,2
Balance de Servicios / PIB	9,6	9,5	9,6
Balance de Renta / PIB	-1,9	-2,2	-2,0
Capital Privado/PIB	8,0	5,0	4,4
Inversión directa/PIB	5,0	4,1	4,2
CC sin Hidrocarburos/PIB	-0,3	-0,5	-0,9
Saldo de RIN/PIB	15,2	15,6	15,6

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En relación con las transacciones externas para el 2013-14, se estima que el déficit de la cuenta corriente se ubicará en 4,9% y 5,1% del PIB, respectivamente. La reducción en la brecha externa con respecto al 2012 es congruente con la desaceleración de la

actividad económica²⁷.

Las estimaciones de crecimiento del comercio de bienes para el 2013 tenderán a desacelerarse, en contraste con las del 2014, debido al repunte previsto en la recuperación de la economía mundial.

En este contexto, se estima que las exportaciones crecerán un 2,7% y 5,8% en términos nominales (2,9% y 4,6% en reales) en el 2013 y 2014, respectivamente. Lo anterior estaría asociado al crecimiento en las ventas externas de productos manufacturados tanto dentro como fuera de los regímenes especiales. Las importaciones, por su parte, aumentarían en términos reales en 1,5% y 7,1% en esos años.

Se prevé que el superávit de los servicios alcance 9,5% y 9,6% del PIB en los años 2013 y 2014 respectivamente. En esta previsión, influiría el desempeño de los servicios de informática e información; actividades de apoyo empresarial y turismo receptivo²⁸. La cuenta de servicios compensaría parcialmente el déficit de la cuenta de bienes y de la renta de factores.

En relación con las operaciones financieras se estima que el país tendría un menor acceso a recursos externos particularmente de corto plazo. Los flujos netos de capital serían inferiores, en especial los atraídos por el premio por ahorrar en colones. Por su parte, el sector público continuaría accediendo a los mercados financieros internacionales con bonos de deuda externa por EUA\$1.000 millones anuales en el 2013-14; ahorro externo que se utilizará en parte, para tender el vencimiento de los bonos BDE-2014, así como para reducir la presión sobre el mercado interno de fondos prestables y financiar la ejecución de proyectos de inversión pública. En cuanto a los recursos canalizados por el resto del mundo al sector privado, los flujos de inversión directa, resultarían en promedio inferiores a los observados en el bienio 2011-12 y financiarían cerca del 84% del déficit estimado en la cuenta corriente de la balanza de pagos (97% en el bienio previo).

Los flujos financieros previstos para el bienio 2013-14 serían suficientes para financiar la brecha en la cuenta corriente y acumular en esos años reservas internacionales netas (RIN) por EUA\$954 y EUA\$623 millones, respectivamente, con lo cual el saldo de las RIN alcanzaría a representar un 15,6% del PIB estimado para ambos años.

En relación con las finanzas del Gobierno Central se estima para el cierre del 2013 un déficit de 4,8% del PIB (5,3% para el Sector Público Global) y para el 2014 de 5,0% (5,4% para el Global). Si bien este déficit continuaría siendo financiado mediante la colocación neta de bonos deuda interna, el acceso al endeudamiento externo previsto para cada uno de estos años (EUA\$1.000 millones), permitiría atenuar la presión al alza sobre las tasas de interés en colones, pero incrementaría sus niveles de deuda como proporción del PIB a casi 36% en el 2013 y 38% en el 2014²⁹.

Por último, se estima que los agregados monetarios y crediticios en el 2013-14 crecerían de manera congruente con la actividad económica y el objetivo inflacionario. La riqueza financiera total se

Cuadro 11. Comercio exterior de bienes

- variación porcentual interanual-

	Nominal		
	2012	2013	2014
Exportaciones	9,9	2,7	5,8
Importaciones	8,3	3,1	7,8
	Real		
Exportaciones	8,7	2,9	4,6
Importaciones	6,2	1,5	7,1

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁷ Estos resultados suponen que los precios en promedio de los hidrocarburos se ubicarían en niveles en torno a EUA\$118 para esos años (EUA\$119,6 por barril en el 2012).

²⁸ Se estima que para el bienio 2013-14, las exportaciones de los servicios de informática e información crecerán, en ese orden, un 12% y 10%; actividades de apoyo empresarial un 7% y 10%, la cantidad de turistas un 5,3% y 2,7%.

²⁹ Estas proyecciones no contemplan reformas fiscales en este lapso.

estima crecerá alrededor del 13,5% y 10,2% respectivamente y la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado en torno a 12,2% y 11,7% en estos años.

4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA

El Banco Central de Costa Rica, en cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 2 de su Ley Orgánica, mantiene su compromiso con mantener y consolidar la estabilidad y baja tasa de inflación de los últimos años. Para lograr este objetivo, adoptarán las acciones de política que considere pertinentes para evitar que los excesos monetarios registrados, en particular en el último trimestre del 2012 e inicios del presente año, se manifiesten en una burbuja crediticia que amenace la estabilidad del sistema financiero. En este sentido, aplicará medidas que moderen el crecimiento del crédito al sector privado y contribuyan a una recomposición de esa cartera en favor de la moneda nacional, para mitigar el riesgo de una sobre-exposición cambiaria por parte de las familias y empresas.

Durante el 2012 el crecimiento de los precios locales estuvo dentro del rango meta definido en el Programa Macroeconómico de ese año. A pesar de que por cuarto año consecutivo se logra mantener la inflación en dicho rango, para los próximos 24 meses prevalecen riesgos y circunstancias que ponen en riesgo el control de la inflación e inciden negativamente en la confianza de los agentes económicos sobre el compromiso institucional con la inflación³⁰. En este contexto el Banco Central establece como meta de inflación para el bienio 2013-14 una variación interanual de 5% con un rango de ± 1 p.p., similar a lo establecido y alcanzado en los cuatro años previos.

En el campo externo, las perspectivas internacionales relevantes para el desempeño de la economía costarricense para los próximos dos años no muestran una mejora significativa con respecto a lo acontecido en el 2012. Las acciones para asegurar la estabilidad financiera y los estímulos fiscales que impulsaron las autoridades de las economías desarrolladas para enfrentar la crisis mundial, crearon problemas de déficit fiscal y de elevados niveles de deuda, que condicionan la sostenibilidad fiscal de mediano plazo y el crecimiento mundial. Dado lo anterior, se estima que al menos en el próximo bienio se mantendrán los excesos de liquidez internacionales y las tasas de interés en niveles históricamente bajos.

A nivel interno, la ausencia de una solución estructural al problema de las finanzas públicas continúa manifestándose en una razón deuda a producto creciente, con las consecuentes presiones alcistas sobre las tasas de interés derivadas por la competencia por fondos prestables en la economía para obtener el financiamiento requerido.

El aumento en las tasas de interés en el mercado local, propició condiciones adversas para el control monetario del Banco Central que ponen en riesgo los logros alcanzados en materia de inflación en los últimos 41 meses. Entre estas condiciones destacan:

- i) La esterilización mediante instrumentos con costo incrementa el déficit financiero del Banco Central y podría tener implicaciones inflacionarias en el largo plazo. Lo anterior en razón de una deuda de largo plazo con costo financiero y un déficit que responde al diferencial entre el costo de su deuda y el rendimiento de sus activos.
- ii) La existencia de un “significativo” premio por ahorrar en instrumentos de deuda denominados en colones³¹, incentiva el ingreso de capital externo por arbitraje de tasas de interés. Este hecho, entre otros elementos, conlleva a la apreciación del colón y a una mayor

³⁰ Desde agosto del 2009 la inflación ha estado en el rango meta del Programa Macroeconómico y, desde julio del 2012 también las expectativas inflacionarias. Sin embargo, la tarea de consolidar el proceso de reducción de la inflación aún no ha concluido.

³¹ Superior en más de 400 puntos base al premio de economías con grado de calificación de riesgo similar al otorgado a Costa Rica.

compra de divisas por parte del Banco Central³². De no esterilizar estos recursos, se pone en riesgo el control de la inflación en los próximos meses e incide negativamente en la confianza de los agentes económicos sobre el compromiso institucional con la estabilidad interna de la moneda.

- iii) Flujos de capital externo de este tipo promueven el crecimiento acelerado del crédito al sector privado debido al exceso inicial de liquidez que provocan, lo que podría llevar a crisis financieras con altos costos para la estabilidad macroeconómica. En este sentido, llama la atención el repunte en la tendencia ciclo del crédito al sector privado durante el segundo semestre del 2012 y la mayor preferencia por crédito en moneda extranjera.

En el contexto económico descrito y con el compromiso de procurar una inflación baja y estable y, preservar la estabilidad financiera, como la principal contribución del Banco Central a la estabilidad macroeconómica, las acciones de política monetaria para mantener el control monetario estarán dirigidas a:

- i) Reducir el premio por ahorrar en instrumentos de deuda en colones, para desincentivar el ingreso adicional de capital externo por arbitraje de rendimientos financieros esperados.
- ii) Drenar el exceso monetario, acción que tiene un costo financiero con implicaciones directas e incrementales sobre el déficit del Banco Central y presiones inflacionarias a mediano plazo, con una estrategia de esterilización de “mínimo costo” para la Institución.
- iii) Evitar un crecimiento excesivo del crédito, particularmente del denominado en moneda extranjera; ello para reducir el riesgo de surgimiento de burbujas crediticias, que además de aumentar la fragilidad del sistema financiero costarricense, refuerzan las presiones de demanda sobre la inflación.

Además, con el fin de evitar que el ajuste se recargue en las tasas de interés, el Banco Central evalúa la conveniencia de utilizar otros instrumentos de política que la Ley le faculta.

Como lo ha indicado en otras ocasiones, el Banco Central realizará los ajustes necesarios en sus políticas monetaria y cambiaria, en respuesta a cambios sustantivos en el entorno macroeconómico que afecten la consecución del objetivo propuesto para el lapso que comprende este Programa.

De manera subsidiaria y, en apego a lo dispuesto en su Ley Orgánica, las acciones del Banco Central también procurarán mejorar la eficiencia, la competencia y estabilidad del sistema financiero costarricense. En materia de estabilidad financiera³³ trabaja de manera coordinada con las entidades encargadas de la supervisión financiera en el país (CONASSIF, SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE), lo referente al establecimiento de un sistema de seguimiento macroprudencial del sistema financiero³⁴.

El Banco Central considera que, para el cumplimiento de los objetivos de mediano y largo plazo en términos de una inflación baja y estable, de un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sostenible, del crecimiento económico, del empleo pleno de los recursos, de la estabilidad tanto del sistema financiero como del sistema de pagos y de la mejora de la competitividad; se requiere que las finanzas públicas retornen a un sendero de sostenibilidad de mediano plazo.

El cuadro 12 presenta las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2013-14 que dan sustento al Programa Macroeconómico 2013-14.

³² Del 12 de marzo del 2012 al 11 de enero del 2013 el Banco Central compró EUA\$1.527 millones, 84,4% de los cuales fueron adquiridos a partir de setiembre.

³³ 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.

³⁴ La política macroprudencial contribuye a promover la estabilidad financiera y macroeconómica reduciendo los riesgos sistémicos.

Cuadro 12. Principales variables macroeconómicas 2012-14

	2012	2013	2014
PIB (mill de ₡)	22.684.587	25.094.017	27.271.097
Crecimiento interanual en %			
Real	5,1	4,0	4,0
Nominal	9,3	10,6	8,7
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	4,7	3,8	4,3
Inflación (Variación interanual)		META	
Medido con IPC	4,6	5% (± 1 p.p.)	
Balanza de Pagos			
Cuenta corriente (% PIB)	-5,2	-4,9	-5,1
Cuenta comercial (% PIB)	-13,6	-12,7	-13,2
Cuenta corriente (mill de \$)	-2.330	-2.440	-2.731
Cuenta de Capital y financiera (mill \$)	4.440	3.394	3.354
Sector Público	829	911	991
Sector Privado	3.611	2.482	2.363
De la cual Inversión Directa	2.238	2.051	2.269
Saldo RIN (% PIB)	15,2	15,6	15,6
Sector Público Global Reducido (% PIB)			
Resultado Financiero	-4,6	-5,3	-5,4
Gobierno Central ^{1/}	-4,4	-4,8	-5,0
Resto SPNF ^{1/}	0,4	0,3	0,3
BCCR	-0,6	-0,9	-0,8
Agregados monetarios y crediticios (variación %) ^{2/}			
Medio circulante	12,7	11,2	8,8
Liquidez moneda nacional (M2)	17,5	13,5	8,6
Liquidez Total (M3)	12,5	12,0	7,6
Riqueza financiera Total	17,1	13,5	10,2
Crédito al sector privado	14,2	12,2	11,7

^{1/}Estimación del Banco Central.

^{2/}Moneda extranjera valorada al tipo de cambio promedio del Programa Macroeconómico.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por tanto, el Programa Macroeconómico 2013-14 mantiene la meta inflacionaria de una variación interanual de 5% \pm 1 p.p. para el bienio 2013-14 y continuará con las acciones de política monetaria para consolidar la tasa de interés de corto plazo como uno de sus principales instrumentos de política.

Las nuevas proyecciones ajustan a la baja el crecimiento real del producto para ambos años en relación con el 2012, en respuesta a la desaceleración de la demanda tanto interna como externa. En el primer caso, no se visualizan presiones inflacionarias (brecha del producto) que obstaculicen alcanzar la meta establecida y, en el segundo caso, persiste el riesgo asociado al repunte gradual del crecimiento económico mundial.

En el sector externo, las estimaciones del déficit de la cuenta corriente se mantienen en niveles en torno al 5,0% del PIB, financiado con ingresos de largo plazo, en particular, con flujos de IED.

En el presente ejercicio de programación se incorpora la colocación de títulos en los mercados financieros externos por parte del Gobierno, lo que abre espacios para reducir presiones sobre las tasas de interés en el mercado doméstico. No obstante, el Banco Central también reconoce que dependiendo de las condiciones que priven en el mercado local cuando el Gobierno programe el uso de esos recursos, podría requerir esterilizar los excesos monetarios que atenten contra la consecución del objetivo inflacionario; lo que podría presionar al alza las tasas de interés.

5. BALANCE DE RIESGOS

Las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incorpora la mejor información disponible y suponen que el Banco Central ajustará la postura de su política monetaria para alcanzar el objetivo de inflación. Como toda proyección macroeconómica, su valor predictivo está condicionado a que no se materialicen algunos riesgos, varios de los cuales señalaron en el programa previo y otros que son de reciente surgimiento, que podrían desviar las proyecciones para el bienio 2013-14:

En el campo externo destacan:

- a) Crecimiento mundial, en particular de socios comerciales, menor al contemplado en las proyecciones macroeconómicas locales.
- b) Aumento en el precio de las materias primas, en especial del petróleo.

La incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de la economía mundial se mantiene para el bienio 2013-14, con lo cual no se esperan cambios importantes en relación con el desempeño del 2012. Los elevados niveles de déficit y deuda pública, principalmente, en las economías desarrolladas, continuarían condicionando la sostenibilidad fiscal de mediano plazo y el crecimiento económico. Por otra parte, si bien se prevé en el horizonte de proyección una relativa estabilidad en el precio de las materias primas, estos mercados se ven afectados en el corto plazo, por factores climáticos o cambios en las condiciones geo-políticas, en particular el caso del petróleo.

A nivel interno se identifican los siguientes riesgos:

- a) Permanencia de condiciones que incentiven el ingreso de capital externo por arbitraje de tasas de interés.
- b) Problemas para esterilizar el exceso monetario originado en la compra de divisas por parte del Banco Central.
- c) Surgimiento de burbujas crediticias asociadas al exceso monetario.
- d) Tendencia al agotamiento en la holgura de la capacidad productiva local.
- e) Desequilibrio de las finanzas del sector público mayor al previsto.


La existencia de libre movilidad de capitales, tasas de interés en los mercados internacionales en niveles históricamente bajos, elevados rendimientos de títulos valores locales y un tipo de cambio “anclado” en el límite inferior de la banda cambiaria, aumentaron de manera significativa el premio por ahorrar en instrumentos de deuda denominados en colones, lo que incentivó el ingreso de capital externo por arbitraje de tasas de interés.

Este ingreso de recursos externos, entre otros elementos, implicó una apreciación del colón y una mayor compra de divisas por parte del Banco Central, condición esta última que provocó una significativa expansión monetaria. Los excesos monetarios por el momento están parcialmente contenidos con instrumentos de muy corto plazo, pero deben trasladarse hacia instrumentos de deuda de mediano y largo plazo, para evitar poner en riesgo el control de la inflación. Además, el exceso inicial de liquidez que provocan los flujos de capital de esta naturaleza, promueve el surgimiento de burbujas crediticias que, por lo general, culminan en crisis financieras con altos costos para la estabilidad macroeconómica.

Las estimaciones continúan mostrando una brecha del producto cercana a cero, con lo cual se estaría ante un agotamiento de la holgura de la capacidad productiva, lo que podría generar presiones inflacionarias adicionales por parte de la demanda agregada.

En materia fiscal, si bien este ejercicio contempla los efectos de la colocación de títulos en los mercados financieros externos por parte del Gobierno, lo cual abre espacios para reducir presiones sobre las tasas de interés en el mercado doméstico; el Banco Central también reconoce que dependiendo de las condiciones que priven en el mercado local cuando el Gobierno programe el uso de esos recursos, podría requerir drenar los excesos monetarios que atenten contra la consecución del objetivo inflacionario; lo cual podría presionar al alza las tasas de interés.

Atentamente,

 Documento suscrito mediante firma digital.