

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 6 del acta de la sesión 5606-2013, celebrada el 30 de julio del 2013, con base en el proyecto de acuerdo sometido por la División Económica respecto al crecimiento del crédito al sector privado no financiero, a la propuesta sobre la revisión del programa macroeconómico según el oficio DEC-AEE-123-2013, así como tomando en cuenta las sugerencias y comentarios hechos por los señores directores,

I.- En relación con los límites al crecimiento del crédito al sector privado no financiero

considerando que:

- A. El artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica establece como uno de los objetivos prioritarios de la Institución procurar la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas.
- B. El citado artículo 2 además dispone entre otros objetivos subsidiarios de la Institución:
 - i. Promover el ordenado desarrollo de la economía costarricense, a fin de lograr la ocupación plena de los recursos productivos de la Nación, procurando evitar o moderar las tendencias inflacionistas o deflacionistas que puedan surgir en el mercado monetario y crediticio.
 - ii. Promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo.
- C. La inflación, medida con la variación del Índice de Precios al Consumidor, se encuentra dentro del rango meta, comportamiento que se estima continuará durante el horizonte de vigencia del Programa Macroeconómico 2013-14.
- D. Al finalizar el primer semestre del año los indicadores de inflación de mediano plazo se mantuvieron en el rango meta de inflación, lo cual confirma la ausencia de presiones de demanda agregada.
- E. En el artículo 7 del acta de la sesión 5582-2013 del 30 de enero del 2013, esta Junta Directiva estableció límites para el crecimiento acumulado entre el 1 de febrero y el 31 de octubre del 2013, del saldo de la cartera de crédito e inversiones al sector privado no financiero, concedido por los intermediarios financieros supervisados por la Superintendencia General de Entidades Financieras. Esos límites se expresaron en términos de la cartera total (9%) y de la cartera denominada en moneda extranjera.
- F. Entre otros elementos, la medida se sustentó en: i) la existencia de recursos altamente líquidos en poder de los intermediarios financieros, que fácilmente podrían convertirse en gasto interno y con ello comprometer, en un futuro cercano, la estabilidad interna y externa del colón; ii) una cartera de crédito con crecimientos en

el 2012 superiores a los previstos en la programación macroeconómica, particularmente de aquella denominada en moneda extranjera y; iii) la mayor preferencia por operaciones de crédito en moneda extranjera fue atendida, en buena medida, con recursos externos de bajo costo; este comportamiento, dada la expectativa de estabilidad cambiaria, introduce riesgos en los balances de las familias y empresas y, por ende, en el sistema financiero.

- G. La cartera de crédito al sector privado no financiero, particularmente la denominada en moneda nacional, mostró durante estos primeros siete meses del 2013 una variación inferior a la prevista en la programación macroeconómica y a la congruente con el crecimiento económico de mediano plazo.
- H. El aumento en la cartera crediticia en moneda extranjera incrementa la vulnerabilidad del sistema financiero; no obstante, este riesgo puede ser mitigado con el apoyo de medidas, actualmente en consulta con los intermediarios financieros, por parte del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y con el uso de otros instrumentos a disposición del Banco Central.
- I. Los indicadores de actividad económica señalan que la producción crecerá en el bienio 2013-14, a un ritmo menor al estimado el pasado mes de enero. Asimismo, la brecha del producto indica que existe holgura de capacidad productiva, condición que se mantendrá en los próximos trimestres. Ello da margen para eliminar los límites cuantitativos al crecimiento de la cartera de crédito e inversiones al sector privado no financiero, sin comprometer el logro de la meta de inflación.

dispuso, en firme:

dejar sin efecto lo dispuesto mediante el artículo 7, del acta de la sesión 5582-2013, del 30 de enero del 2013, relacionado con el establecimiento de los límites para el crecimiento acumulado entre el 1º de febrero y el 31 de octubre del 2013, del saldo de la cartera de crédito e inversiones al sector privado no financiero, concedido por los intermediarios financieros supervisados por la Superintendencia General de Entidades Financieras.

Esta disposición rige a partir del 31 de julio del 2013.

II.- En relación con la Revisión del Programa Macroeconómico 2013-2014.

dispuso, en firme y por mayoría:

Aprobar la Revisión del Programa Macroeconómico 2013-2014, en cumplimiento de lo dispuesto en el inciso b), del artículo 14, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, de conformidad con el siguiente texto:

Junta Directiva

Presidente

Dr. Rodrigo Bolaños Zamora

Ministro de Hacienda

MSc. Édgar Ayales Esna

Directores

Lcda. Laura Suárez Zamora

Lic. Jorge Alfaro Alfaro

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 primer semestre del 2013 y las perspectivas para los próximos dieciocho meses, se mantiene para el bienio 2013-14 la meta de inflación anunciada en el Programa Macroeconómico de enero pasado, esto es una variación interanual de 5,0% con un rango de tolerancia de ± 1 punto porcentual (p.p.).

La revisión de este Programa tiene como principales objetivos: i) continuar con la inflación dentro del rango meta establecido para este lapso (entre 4% y 6% interanual); ii) estimular la actividad económica que se ha desacelerado y; iii) velar por la estabilidad del sistema financiero, especialmente por los riesgos asociados a un creciente uso del financiamiento externo para atender la demanda de crédito en dólares. Lo anterior en cumplimiento de los objetivos prioritarios y subsidiarios asignados a la Institución en el artículo 2 de su Ley Orgánica.

En los primeros meses del 2013 continuó la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación económica a nivel mundial y si ello tendrá efectos negativos sobre el crecimiento potencial de las economías. Esto aunado a las implicaciones de futuros ajustes en las políticas fiscal y monetaria, entre otros elementos, quedó de manifiesto en las proyecciones más recientes de organismos internacionales, que revisaron a la baja sus estimaciones de crecimiento mundial para el bienio 2013-14.

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 congruencia 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](#).

En el ámbito interno, el primer semestre del 2013 se caracterizó, en lo medular por: i) una inflación interanual promedio en el rango meta; ii) una desaceleración en el crecimiento económico mayor a la prevista a inicios de año; iii) un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos financiado con capital externo de largo plazo; iv) excesos monetarios que requirieron de esfuerzos por parte de la Institución para trasladarlos hacia instrumentos de deuda de mayor plazo, tarea que aún no ha concluido; no obstante, esos excedentes se mantienen en instrumentos del mercado de dinero y en depósitos del Ministerio de Hacienda en el Banco Central; iv) un crecimiento del crédito al sector privado con holgura en relación con los límites de crecimiento establecidos en enero pasado, particularmente en moneda nacional; al respecto llamó la atención la mayor preferencia relativa por operaciones en moneda extranjera, cuya demanda fue atendida, en buena medida, con recursos externos y; v) a pesar del deterioro en las finanzas públicas, el financiamiento requerido no generó presiones sobre las tasas de interés locales en el tanto el Ministerio de Hacienda utilizó parte de los recursos provenientes de la colocación de bonos de deuda externa.

Bajo este panorama, al no existir evidencia de presiones de demanda que desvíen la inflación del rango meta y, dadas las previsiones de que esta condición se mantendrá en los próximos trimestres, la Junta Directiva consideró que existían espacios para reducir la Tasa de política monetaria (TPM) en 1 p.p. y la ubicó en 4% anual a partir del 20 de junio del 2013. Con esto buscó atender el objetivo subsidiario establecido en su Ley Orgánica, de promover el ordenado desarrollo de la economía a fin de lograr la ocupación plena de los recursos productivos de la Nación, procurando evitar o moderar las tendencias inflacionistas o deflacionistas que puedan surgir en el mercado monetario y crediticio.

Esas condiciones, presentes en esta revisión del Programa Macroeconómico, también motivan la decisión de derogar los límites al crecimiento de la cartera de crédito e inversiones al sector privado no financiero establecidos el pasado mes de enero.

La Institución reconoce que prevalecen condicionantes que podrían atentar contra el cumplimiento de los objetivos prioritarios y subsidiarios asignados a la Institución en el artículo 2 de su Ley Orgánica. Particularmente destacan: i) eventuales incrementos en el exceso monetario en la medida en que el Banco Central adquiera divisas en defensa del piso de la banda cambiaria; ii) una mayor vulnerabilidad del sistema financiero asociada con un incremento en el uso de fondos externos para crédito en moneda extranjera, en especial si éstos son canalizados a unidades no generadoras de divisas y; iii) la falta de una solución estructural al deterioro de las finanzas públicas.

Por tanto, la Institución se mantendrá vigilante sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas, con el fin de introducir los cambios de política necesarios ante comportamientos que atenten contra el cumplimiento de los objetivos asignados. Asimismo, continuará mejorando su 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.

REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2013-2014³

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica da a conocer la revisión del Programa Macroeconómico 2013-2014, con el propósito de informar a la sociedad sobre el desempeño de las principales variables macroeconómicas durante el primer semestre del 2013, así como las metas institucionales, medidas de política y proyecciones para los próximos dieciocho meses, congruentes con los objetivos prioritarios y subsidiarios asignados en el artículo 2 de su Ley Orgánica (Ley 7558).

El programa tiene como principales objetivos: i) continuar con una inflación dentro del rango meta establecido, entre 4% y 6% interanual para el periodo 2013-14; ii) estimular la actividad económica que ha desacelerado y; iii) velar por la estabilidad del sistema financiero, especialmente por los riesgos asociados a un creciente uso del financiamiento externo para atender la demanda de crédito en dólares.

En relación con la inflación, para el bienio 2013-14 mantiene la meta de 5,0% \pm 1 p.p., establecida el pasado mes de enero y reitera su compromiso de buscar, en el mediano plazo, la convergencia de la inflación local hacia la de los principales socios comerciales (estimada para el largo plazo en 3%⁴).

En cuanto a la estabilidad externa de la moneda, procurará condiciones para que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se financie con ahorro externo de largo plazo. En este sentido, mantendrá su apoyo a la iniciativa legislativa que busca desincentivar el ingreso de capital externo atraído por diferenciales entre rendimientos financieros.

El artículo 2 de la Ley 7558, además asigna a la Institución objetivos subsidiarios entre los cuales sobresalen, por un lado, el promover el ordenado desarrollo de la economía costarricense, a fin de lograr la ocupación plena de los recursos productivos, procurando evitar o moderar las tendencias inflacionistas o deflacionistas que puedan surgir en el mercado monetario y crediticio y; por otro, el promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo.

En materia de inflación los resultados de la primera mitad del 2013 la ubican en promedio (5,9%) en el rango meta, con una tasa interanual a junio de 5,1%. El mayor nivel observado este año en relación con el del 2012 estuvo determinado, en buena medida, por ajustes en precios de bienes y servicios regulados y por choques de oferta en la producción agrícola, factores que incidieron negativamente en la formación de las expectativas inflacionarias.

A pesar de ello, en junio los precios de los bienes y servicios no regulados presentaron una tasa interanual de 3,3% (4,9% un año atrás) y el promedio de indicadores de inflación subyacente un 4,7%.

En perspectiva, no se evidencian presiones de demanda que desvíen la inflación del rango meta, toda vez que la economía aún presentaría holgura en su capacidad de producción, con lo cual no se esperan presiones adicionales sobre los precios de los bienes y servicios no regulados y, las expectativas inflacionarias retornarían en el corto plazo al rango meta.

No obstante, se reconocen algunos riesgos que podrían comprometer el logro de esa meta inflacionaria. Entre ellos, un eventual incremento en la expansión monetaria originada en la compra de divisas por parte del

³ Aprobado en firme por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 6 de la sesión 5606-2013 del 30 de julio del 2013.

⁴ Con una desviación estándar de \pm 1,1 p.p.. Para mayor detalle consultar el documento "Inflación de socios comerciales como referencia para la meta de inflación en Costa Rica", Documento de Trabajo-22-2012, Departamento de Investigación Económica, BCCR.

Banco Central en defensa del límite inferior de la banda cambiaria que, en la medida en que se requiera, deberá ser neutralizada mediante la colocación de instrumentos de deuda, para evitar que se traduzca en presiones inflacionarias en el corto plazo.

Dado que el Banco Central mantendrá en el corto plazo su compromiso con los parámetros de la banda cambiaria⁵, deberá procurar acciones que no incentiven el ingreso adicional de capitales externos atraídos por diferenciales entre rendimientos financieros. Este Programa supone que durante el período de proyección prevalecen las condiciones de liquidez en los mercados internacionales y que el Gobierno financiará parte de sus requerimientos con el uso de recursos provenientes de la colocación de bonos de deuda externa.

El supuesto sobre las condiciones de liquidez en los mercados internacionales tiene base en las estimaciones de organismos internacionales y firmas especializadas. Sin embargo, lo observado en los mercados internacionales en semanas recientes, justifica actuar con prudencia y tomar medidas, en caso de requerirse, que permitan adaptar el comportamiento de las principales variables económicas y financieras ante una eventual moderación de las políticas monetarias expansivas aplicadas por los principales bancos centrales de países avanzados, especialmente en los Estados Unidos de América. De ocurrir esa situación, la compra de divisas en defensa del piso de la banda podría no requerirse si el colón se deprecia.

En vista de que pronósticos de inflación para el período que comprende este Programa la ubican dentro del rango meta, el Banco Central estima que existe espacio para adoptar acciones de política que contribuyan a estimular el crecimiento real de la economía costarricense. Además, se han logrado disminuir en forma importante los desequilibrios monetarios producto de las entradas de capital externo observadas entre setiembre 2012 y enero 2013, por lo que no se percibe el riesgo de alto crecimiento de los agregados monetarios y crediticios en colones, una de las principales razones que justificaron establecer límites al crecimiento del crédito del sistema financiero al sector privado no financiero.

La eliminación de esos límites se justifica, además, en que varios de los desequilibrios que llevaron a establecerlos han disminuido en importancia o probabilidad de ocurrencia, por ejemplo, el ingreso de capital externo motivado por diferenciales entre rendimientos financieros se ha frenado, en buena medida, ante la expectativa de aprobación del proyecto de ley para desincentivar el ingreso de capitales externos (expediente legislativo 18.685)⁶.

El Banco Central considera importante que esta iniciativa se convierta en ley, con el fin de utilizar los instrumentos ahí propuestos en caso de que la economía enfrente desequilibrios asociados a entradas de capital de esa naturaleza; el Poder Ejecutivo ha informado al Banco Central y al público que le dará prioridad a la aprobación de ese proyecto durante las sesiones extraordinarias de la Asamblea Legislativa en agosto del 2013.

En cuanto al crecimiento del crédito en moneda extranjera, el Banco Central considera que persisten los riesgos de un creciente uso del financiamiento externo por parte del sistema financiero para atender este tipo de operaciones. Sin embargo, y considerando que la inflación está dentro del rango meta y la desaceleración de la actividad económica, la decisión de la Junta Directiva del Banco Central de eliminar el límite al

⁵ El Banco Central reconoce que el compromiso con los tipos de cambio de intervención en los límites de la banda limita la eficacia de la política monetaria.

⁶ Este proyecto de ley pretende reformar la Ley de Impuesto sobre la Renta, para incrementar en 30 p.p. el impuesto sobre los rendimientos (8%) y reformar la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica para aplicar depósitos obligatorios (25%) no remunerados sobre ingresos de capital externo para colocarlos en títulos nacionales. La aplicación de ambos instrumentos temporales estaría condicionada a que la Junta Directiva del Banco Central considere que existe un desequilibrio en la economía nacional producto de la entrada de capitales del exterior.

crecimiento del crédito, implica también eliminar el sublímite al crecimiento del crédito en moneda extranjera.

Por el momento, y dado que el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero está próximo a aprobar medidas macroprudenciales para fortalecer al sistema financiero nacional, la Junta Directiva consideró que no era necesario establecer una medida que busque frenar esa creciente dependencia del crédito externo que muestra el sector financiero, tratando con ello de privilegiar un efecto positivo sobre la actividad económica y las expectativas de los agentes económicos.

Sin embargo, el Banco Central considera que los intermediarios financieros siempre deben incorporar en sus decisiones la administración de los riesgos asociados al uso de recursos externos para financiar el crédito local en moneda extranjera. Dada su responsabilidad de velar por la estabilidad del sistema financiero, el Banco Central sí desea informar que de continuar esa tendencia al aumento de los riesgos citados, tomará medidas para contener ese comportamiento.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2013

2.1. Economía internacional

En los primeros meses del 2013 la economía mundial continuó mostrando señales de debilidad y la recuperación del nivel de actividad aún depende de las políticas monetaria y fiscal de los países avanzados⁷.

En este contexto, el Fondo Monetario Internacional en julio volvió a revisar a la baja, y en forma generalizada, las proyecciones de crecimiento económico, al igual que lo hicieron otros organismos oficiales y firmas especializadas. En particular, para el mundo esperan una tasa entre 2,4% y 3,1% en el 2013 y de 5,0% y

1,2% para economías emergentes y avanzadas, en ese orden.

Por su parte, la inflación mundial se mantendría baja y los precios internacionales de las principales materias primas disminuirían. Particularmente, en el primer semestre del 2013 la inflación interanual de los principales socios comerciales del país alcanzó un promedio anual de 2,3% (3,1% en 2012) y ubicó en 3,6 p.p. el diferencial entre la inflación promedio local y ese indicador. Este diferencial es de 2,9 p.p. al comparar la inflación interanual promedio de Costa Rica con la de largo plazo de los principales socios comerciales (3,0%).

El moderado crecimiento real y la baja presión inflacionaria dieron margen para que los países avanzados y algunos emergentes mantuvieran una política monetaria expansiva, que en los primeros meses del 2013 explicó el flujo de capital hacia economías emergentes y la consecuente apreciación de sus monedas.

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

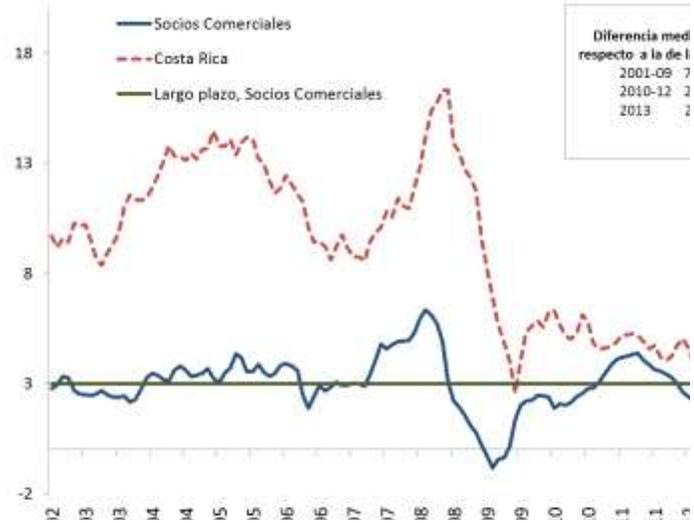
	Fondo Monetario Internacional		Consensus Forecasts
	2012	2013	2013
Mundo	3,2	3,1	2,4
Países avanzados	1,2	1,2	n.d
Estados Unidos	2,2	1,7	1,8
Eurozona	-0,6	-0,6	-0,6
Alemania	0,9	0,3	0,4
Francia	0,0	-0,2	-0,3
Japón	2,0	2,0	1,9
Países emergentes	5,1	5,0	n.d
China	7,8	7,8	n.d
Brasil	0,9	2,5	2,7
América Latina	3,0	3,0	3,0

⁷ Ante el menor dinamismo de las economías avanzadas, las emergentes han crecido moderadamente en el 2013. Se espera que China continúe con una tasa similar a la del 2012, en un contexto de mejora en la demanda externa y baja inflación. Por su parte, luego de una desaceleración en el 2012, la mayoría de economías latinoamericanas crecerían este año aunque con asimetrías en sus tasas de crecimiento.

Una eventual mejora en el desempeño de las economías avanzadas podría adelantar la moderación de sus programas de estímulo monetario, como lo insinuó a finales de mayo el Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos de América.

En cuanto al comportamiento de los mercados financieros, la expectativa de un retiro anticipado del estímulo monetario en los Estados Unidos ante la citada insinuación, provocó ajustes al alza en las tasas de interés de largo plazo; cambios en las carteras de los ahorrantes, con caídas en los precios de los activos financieros y de los principales índices accionarios; incrementos en las primas por riesgo para países emergentes; depreciaciones de las monedas de economías emergentes y latinoamericanas (como el real brasileño y el peso chileno), retiro de capitales⁸ y reducciones en algunas medidas de control de capitales en las economías emergentes.

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



A lo anterior se suma la incertidumbre sobre la crisis política en Egipto y, en general en el Medio Oriente, por el aumento que podría generar en los precios del petróleo y por los efectos adversos que tendría ya sea en la incipiente recuperación de los Estados Unidos o en la profundización de la recesión en Europa.

⁸ La firma especializada Emerging Portfolio Fund Research, Inc (EPFR Global) comentó recientemente en Bloomberg que ahorrantes retiraron más de EUA\$19.000 millones de los mercados emergentes en junio del 2013.

2.2. Economía nacional

2.2.1. Inflación

Durante el primer semestre del 2013 la inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicó en promedio (5,9%) en el rango meta, con una tasa interanual a junio de 5,1%. No obstante, presentó desvíos respecto a ese rango entre febrero y abril, con una inflación interanual promedio de 6,3%; este desvío respondió, en buena medida, a factores en los cuales la política monetaria no tiene incidencia directa, tales como ajustes en los precios de los bienes y servicios regulados y los agrícolas (choques de oferta).

Por su parte, la inflación de mediano y largo plazo, aproximada con la variación interanual del Índice Subyacente de Inflación (ISI), del Índice de Inflación de Media Truncada (IMT)⁹ y del IPCX¹⁰, se mantuvo en igual lapso dentro del rango meta (promedio de 4,7%).

Estos resultados evidencian ausencia de presiones de demanda que provoquen desvíos de la inflación del rango meta. Pese a que desde el último trimestre del 2012 y, en menor medida, en lo transcurrido del 2013 se generó un incremento en la disponibilidad de recursos líquidos, principalmente como resultado de la compra de divisas por parte del BCCR; la existencia de holgura en la capacidad productiva permitió que los precios de los bienes y servicios no regulados crecieran a un ritmo menor. También contribuyó la relativa estabilidad cambiaria y la reducción de las presiones inflacionarias de origen externo.

Las acciones del BCCR para controlar la liquidez sistémica¹¹ contribuyeron a que la evolución de los agregados monetarios líquidos (determinantes de la inflación en el largo plazo) no haya generado presiones inflacionarias adicionales. No obstante, aún prevalece un saldo de recursos excedentes en instrumentos de corto plazo, el cual de trasladarse a gasto podría comprometer la estabilidad de la inflación en torno al 5%, característica de los últimos cuatro años.

Cuadro 2. IPC: Indicadores de precios
-variación interanual a junio, en porcentaje-

	2012	2013	Ponderaciones	
			Jul-06	Dic-12
IPC	4,6	5,1		
Regulados	3,7	12,1	21	22
Combustibles	2,4	-3,7		
Resto	4,2	18,0		
No Regulados	4,9	3,3	79	78
Bienes	3,5	1,0	53	49
Servicios	5,7	9,2	47	51
Transables	1,8	0,0	40	34
No Transables	6,2	7,9	60	66
Subyacente ^{4/}	4,4	4,7		

^{4/} Promedio simple del ISI, IMT e IPCX.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁹ Estos indicadores constituyen una medida de la inflación asociada al fenómeno monetario, sobre la cual la política monetaria tiene mayor influencia.

¹⁰ Excluye de la canasta del IPC los precios de combustibles, frutas, hortalizas, leguminosas y tubérculos.

¹¹ Ello aunado a la tendencia de mediano plazo de reducción del tamaño del déficit del Banco Central, producto entre otros de capitalizaciones realizadas en años previos. Para mayor detalle consultar los Informes de Inflación de enero 2005, febrero y agosto 2007, junio 2009 y setiembre del 2012.

Por tanto los determinantes de la inflación en el corto plazo dan señales divergentes. Mientras la brecha del producto¹² sugiere una desaceleración de los precios de los bienes y servicios no regulados; las expectativas de inflación de los agentes económicos aún se mantienen fuera del rango meta.

Las estimaciones para el 2012 ubicaron la brecha del producto en promedio en torno a 0,4% desde valores negativos en el 2011, lo cual señaló que la holgura en la capacidad productiva del país tendía a reducirse. Sin embargo, para el 2013 la brecha regresó a valores negativos (-0,2% en promedio).

Por su parte, las expectativas de inflación a 12 meses¹³, luego de permanecer en el rango meta entre julio del 2012 y febrero del 2013, se ubicaron por encima del límite superior de ese rango (en promedio en 6,3% para el lapso marzo-julio del 2013). Se estima que esta reacción estuvo asociada a los choques en la inflación general antes mencionados y, de materializarse en efectos de segunda ronda generaría presiones inflacionarias adicionales. No obstante, es rescatable la relativa estabilidad de este indicador en el lapso mayo-julio del 2013, que hace prever en el corto plazo su retorno al rango meta.

2.2.2. Actividad económica

La actividad económica del país, medida con la tendencia ciclo del Producto interno bruto (PIB) real, se estima creció 2,5% en el primer semestre del 2013, tasa inferior a las observadas en 2012 y a la prevista para este lapso a inicios del año. Este resultado estuvo determinado tanto por factores de oferta como de demanda interna y externa, esta última asociada a la desaceleración de la actividad económica mundial.

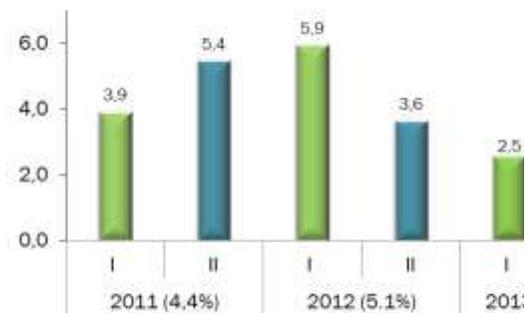
El crecimiento del PIB en esta primera parte del año estuvo liderado por las industrias de servicios, especialmente:

- i) Transporte, almacenamiento y comunicaciones, que crecieron 3,8% (inferior en 3,3 p.p. con respecto a igual lapso del 2012). Cabe destacar la desaceleración en los servicios de comunicaciones, los ligados al comercio exterior de mercancías (muelles y puertos, agencias de

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



Gráfico 3. Producto Interno Bruto real semestral ^{1/} Variación porcentual interanual (Tendencia ciclo)



^{1/} Preliminar 2013.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹² El exceso de gasto cuyo origen se relaciona con desequilibrios monetarios, se aproxima con la brecha del producto, la cual se calcula 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.

¹³ Según la Encuesta de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio.

aduanas y transporte de carga) y, en menor medida, los asociados al turismo (boletos aéreos y agencias de viaje).

- ii) Comercio, restaurantes y hoteles crecieron 3,3% (4,0% en 2012). El mayor aporte provino de la venta en el mercado minorista de aparatos eléctricos y del hogar, maquinaria y productos de hierro. La actividad hotelera fue favorecida por eventos deportivos de índole internacional (Juegos Deportivos Centroamericanos y Mundial de pesca deportiva). Por el contrario, los servicios de restaurantes crecieron menos por el menor ingreso de turistas y del consumo privado.
- iii) Los servicios empresariales crecieron un 5,7% (10,2% en 2012), liderado por actividades de centros de llamadas, programas informáticos y de vigilancia y aseo. Lo anterior fue compensado por la desaceleración en los servicios de apoyo administrativo y de publicidad (reducción de presupuestos de empresas públicas y privadas).

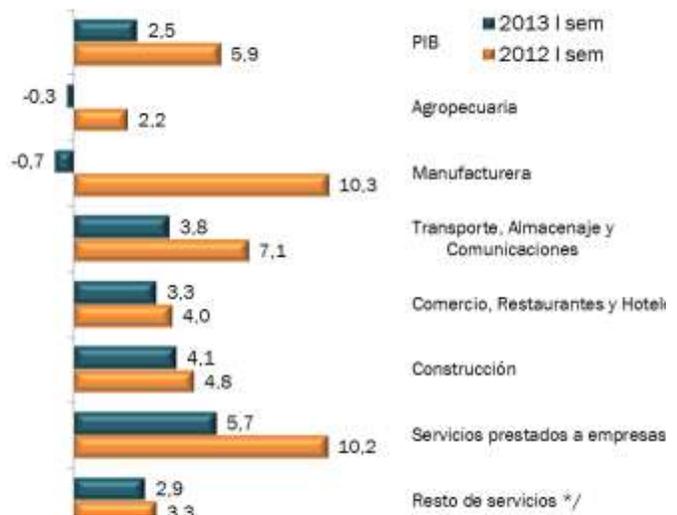
Por otra parte, la construcción creció un 4,1% (4,8% en 2012), básicamente por el mejor desempeño de la construcción privada, compensado por la reducción en la ejecución de proyectos de infraestructura pública (eléctrica y hospitalaria) y el lento avance de obras de mejoramiento vial. Cabe indicar que algunos indicadores relacionados con esta industria mostraron una evolución congruente con este comportamiento, como el crédito para vivienda y la venta de productos para la construcción.

La caída en la manufactura estuvo vinculada, principalmente, con la reducción en las ventas de empresas del régimen definitivo, en particular, café y productos metálicos, vidrio y químicos. A lo anterior se sumó el menor dinamismo de las empresas exportadoras de componentes electrónicos y procesadores, adscritas al régimen de zona franca.

Por su lado, la industria agropecuaria decreció un 0,3%, en buena medida, asociado a la reducción en los cultivos de café¹⁴, melón¹⁵ y arroz¹⁶; cuyo efecto fue atenuado parcialmente por la evolución de la actividad lechera¹⁷.

Desde el punto de vista de los componentes del gasto, contrario a lo observado el año previo, en el primer semestre del 2013 el crecimiento semestral del PIB estuvo explicado, en mayor medida, por la demanda interna que aportó 2,7 p.p., en tanto que la externa aportó 0,5 p.p.

Gráfico 4. Valor agregado de las principales industrias 2012-13
Variación porcentual interanual (serie tendencia ciclo)-



¹⁴ El hongo de la roya afectó cerca del 60% de las plantaciones.

¹⁵ Por la pérdida de competitividad ante el encarecimiento de insumos en el proceso productivo, con repercusión directa y negativa sobre sus exportaciones.

¹⁶ La disminución en el área sembrada de arroz estuvo asociada, en buena medida, con la expectativa de posibles fijaciones de precios que creó un clima de incertidumbre entre los productores.

¹⁷ El crecimiento de la producción de leche durante el primer semestre del año, respondió a la apertura de nuevos mercados de exportación, además de la iniciativa para aumentar su presencia en Estados Unidos con productos derivados.

En la demanda interna destacó la mayor contribución del gasto final de los hogares (1,9 p.p.), mientras que la formación bruta de capital y el consumo del gobierno aportaron, en su orden, 0,6 y 0,2 p.p.

La desaceleración en el nivel de actividad económica generó un menor crecimiento del ingreso disponible real, manifiesto en un moderado aumento del gasto de consumo privado (2,9% contra un 4,5% el primer semestre del 2012), en especial de bienes duraderos y semiduraderos. En el caso de la formación bruta de capital fijo incidió la caída en la manufactura y la desaceleración de la industria de telecomunicaciones, que llevó a una menor adquisición de maquinaria y equipo electrónico y telecomunicaciones de origen importado, compensado por la mayor importación de equipo móvil de transporte. La inversión en nuevas construcciones reflejó la caída en la obra pública, ante la conclusión en el año previo de algunos proyectos y la inclusión este año de otros de menor cuantía; este efecto fue compensado por el mayor crecimiento de la infraestructura privada.

Por su parte, el gasto en consumo final del Gobierno General creció en 2,3% (1,5% en 2012), principalmente, por mayores compras de bienes y servicios y, en menor medida, por la creación de nuevas plazas¹⁸.

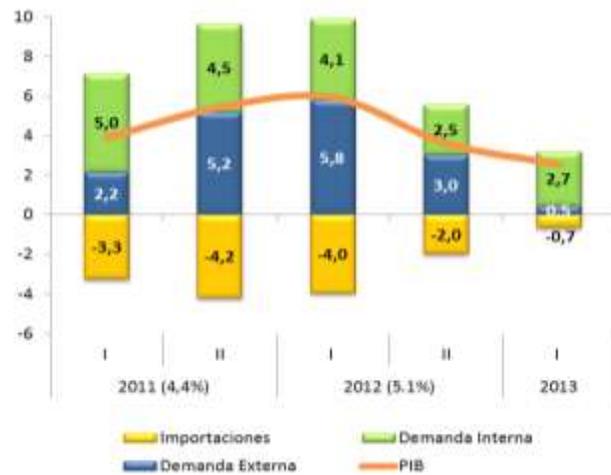
Las exportaciones en el primer semestre del 2013 crecieron en términos reales en 0,9% (10,9% el año previo). Esta desaceleración estuvo asociada, por un lado, con la menor producción de café, banano y melón y, por otro, con la caída en las ventas de empresas del régimen definitivo y las adscritas a regímenes especiales, en especial las productoras de microcomponentes electrónicos.

Finalmente, las importaciones de bienes y servicios registraron una variación de 1,2% (7,5% en 2012), producto de la reducción en la adquisición de materias primas para las industrias metalúrgicas, químicas, farmacéuticas y alimenticias; así como de bienes de consumo duradero, particularmente, vehículos.

2.2.3. Balanza de pagos

Gráfico 5. Contribución al crecimiento del PIB según componentes del gasto

-aporte en p.p a la tasa de variación (serie tendencia ciclo)-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 3. Balanza de Pagos ¹⁹
-millones de dólares-

	2012			2013
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem
Cuenta corriente/PIB anual	-1,9%	-3,3%	-5,3%	-1,8%
Cuenta corriente	-877	-1.499	-2.376	-886
Bienes	-2.680	-3.484	-6.164	-2.826
Exportaciones FOB	5.970	5.467	11.438	5.881
Importaciones CIF	8.650	8.951	17.601	8.707
- Hidrocarburos	1.174	1.002	2.176	1.218
Servicios	2.122	2.147	4.269	2.260
- Viajes	1.047	824	1.871	1.114
Renta y transferencias	-319	-162	-482	-320
Cuenta de capital y financiera	994	3.492	4.486	1.925
Sector público	52	1.087	1.139	1.396
Sector privado	942	2.405	3.346	530
- Inversión Directa	1.157	1.131	2.288	1.340
Activos de reserva	-117	-1.993	-2.110	-1.039
(-aumento, + disminución)				

¹⁸ La directriz presidencial 040-H del 3/1: ¹⁹ Datos estimados para 2013. Fuente: Banco Central de Costa Rica.

educación (mayor matrícula y apertura de nuevos centros rurales y técnicos), Ministerio de Seguridad, Ministerio de Obras Públicas y Transportes, Ministerio de Justicia y Paz, Tribunal Supremo de Elecciones y Poder Judicial.

Cifras preliminares señalan que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos representaría un 1,8% del PIB en el primer semestre del 2013 (1,9% en 2012). Aun cuando la brecha comercial fue mayor que la observada un año antes, el desempeño de los servicios compensó parte de ese deterioro. Los flujos de ahorro externo alcanzaron para financiar el déficit en la cuenta corriente y la acumulación de activos de reserva (RIN) por EUA\$1.039 millones.

En el comercio de bienes destacó la contracción en el valor de las exportaciones, como resultado de menores precios. Este efecto fue reforzado por un menor crecimiento de la producción exportable asociado a choques negativos sobre la oferta de productos agrícolas y el menor crecimiento de los socios comerciales. En tanto, el valor de las importaciones de bienes aumentó 0,7%, del cual un 78% estuvo asociado con la mayor factura petrolera.

El grupo de servicios continuó siendo el más dinámico de la cuenta corriente, con una tasa de crecimiento interanual de 6,5%. El desempeño de las actividades de informática y procesamiento de información, de apoyo empresarial y, en menor medida, la actividad turística receptiva contribuyó a generar un mayor superávit respecto al del 2012.

Por su parte, el país mantuvo el acceso al ahorro externo para el sector público y privado. El flujo neto de capital representó un 3,9% del PIB (superior en 1,7 p.p. al observado en 2012). En el sector público destacaron las colocaciones de bonos por parte del Ministerio de Hacienda y empresas públicas no financieras, por un total de EUA\$1.500 millones. Los flujos de inversión extranjera directa (IED) constituyeron la principal modalidad de recursos privados.

El balance neto de las transacciones reales y financieras de la balanza de pagos llevó a un incremento en el saldo de RIN que alcanzó un nivel equivalente a 15,9% del PIB, a 6,6 meses de las importaciones del régimen definitivo y a 2,3 veces el saldo de la base monetaria ampliada.

2.2.4. Finanzas públicas

Según información preliminar a junio del 2013, el déficit financiero acumulado del Sector Público Global Reducido fue equivalente a 2,4% del PIB y superior en 0,2 p.p. a lo observado en igual lapso del 2012. Dicho resultado estuvo determinado, principalmente, por el deterioro en las finanzas del Gobierno Central y del Banco Central.

Cuadro 4. Sector Público Global Reducido
Resultado financiero a junio de cada año
- % del PIB -

	2012	2013
SPGR	-2,2	-2,4
BCCR	-0,3	-0,4
SPNF	-1,9	-2,1
Gobierno Central	-2,1	-2,3
RSPNF ^{1/}	0,2	0,3

En particular, el Gobierno Central acumuló en el primer semestre del 2013, un déficit de 2,3% del PIB (2,1% en el 2012), producto de la aceleración en el crecimiento del gasto total (10,6%) y del menor crecimiento en la recaudación tributaria (8% contra 11,3% en igual periodo del 2012)¹⁹. El comportamiento de los ingresos y gastos (excluido el servicio de intereses) llevó a un déficit primario de 1,1% del PIB (igual un año antes).

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

La expansión del gasto gubernamental (10,6%) durante este lapso, estuvo determinada según los aportes a la tasa de variación total, por el crecimiento de las transferencias corrientes y de capital (4,7 p.p.)²⁰, las remuneraciones (3,9 p.p.), el pago de intereses (1,8 p.p.) y la adquisición de bienes y servicios (0,2 p.p.).

¹⁹ El crecimiento real de los ingresos y gastos del Gobierno fue a junio del 2013 de 2% y 4,5% respectivamente.

²⁰ Destacan los giros para infraestructura vial y el aporte a las Juntas de Educación para infraestructura física. En el primero de los casos sobresale la rehabilitación y ampliación de la Interamericana Norte (Cañas-Liberia), el mejoramiento de la Ruta 32 (San José-Limón) y la construcción de la carretera de Bajos de Chilamate.

Cabe indicar que el servicio de intereses incrementó su aporte en 1,2 p.p. en relación al año previo, evidenciando las consecuencias del deterioro en las finanzas públicas y del creciente nivel de su deuda.

En los ingresos destacó el menor crecimiento de los principales impuestos internos (renta y ventas) y la caída en aduanas, congruente con el comportamiento de la actividad económica en los últimos meses, en particular con la menor demanda interna y la baja en las importaciones de bienes de consumo. No obstante, este descenso fue parcialmente atenuado por el incremento en los “otros ingresos tributarios”, que incluyen el impuesto al tabaco, a las sociedades anónimas, el solidario y a los combustibles.

Por su parte, el Banco Central acumuló a junio un déficit financiero de ¢93.643 millones (según metodología cuentas monetarias), superior en ¢36.414 millones a lo observado en igual periodo del año anterior. Dado el diferencial existente entre tasas de interés locales y externas, este resultado reflejó el costo de la esterilización del efecto expansivo de las compras de divisas en defensa del límite inferior de la banda mediante la colocación de deuda interna²¹.

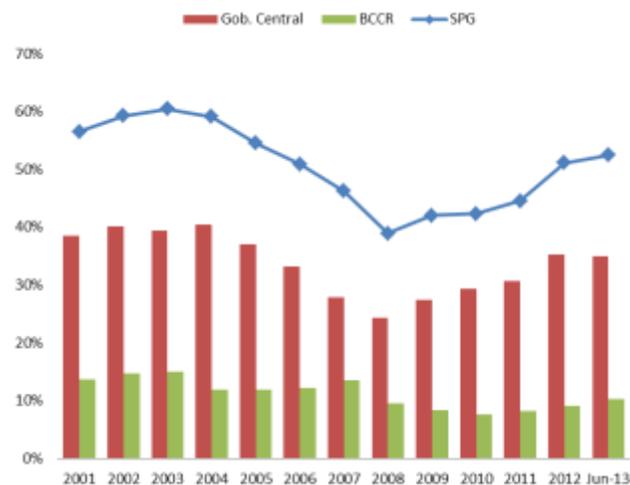
El resto del sector público no financiero reducido (RSPNFR)²² se estima acumuló en los primeros seis meses del 2013 un superávit financiero equivalente a 0,3% del PIB (superior en 0,1 p.p al observado en igual período del 2012). Dicho resultado se asoció especialmente a la mejora en las finanzas de la Caja Costarricense del Seguro Social, la cual continuó con una política de contención del gasto y, de la Refinadora Costarricense de Petróleo.

Por otra parte, el saldo de la deuda bruta del Sector Público Global²³ ascendió a ¢13,0 billones a junio del 2013, equivalente a un 52,5% del PIB y significó un incremento de 7,7 p.p. con respecto a un año antes. En el caso particular del Gobierno, los flujos de financiamiento reflejaron la estrategia iniciada en el 2012 de sustituir deuda interna por deuda externa²⁴, lo cual le ha permitido financiarse a un menor costo y reducir las presiones sobre las tasas de interés internas.

2.2.5. Liquidez, tasas de interés y tipo de cambio

En el primer semestre del 2013 los agregados líquidos mostraron tasas medias anuales levemente superiores al crecimiento real de la actividad económica y la meta de inflación. Particularmente, el medio circulante

Gráfico 6. Deuda del Sector Público Global
- % del PIB -



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

²¹ El diferencial entre el rendimiento medio de los activos externos (expresado en moneda local) y el costo medio de la captación en este semestre fue mayor que en igual período del año previo (8,1 p.p. contra 7,3 p.p. en el 2012).

²² Incluye una muestra de 6 instituciones del sector público, a saber, CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPS e ICAA.

²³ Deuda total no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y algunas instituciones del resto del sector público.

²⁴ Parte de los recursos provenientes de la colocación de títulos de deuda externa en el 2012 y en el 2013 se mantiene depositado en el Banco Central.

ampliado en moneda nacional²⁵ registró una variación promedio anual de 10,9%, similar a la observada en igual período del año anterior.

Por su parte, los agregados amplios se incrementaron a un ritmo mayor que los líquidos y por encima de lo observado el año pasado. Al término de junio del 2013, la liquidez total y la riqueza financiera presentaron aumentos interanuales promedio de 13,5% y 16,5%, respectivamente.

Cuadro 5. 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/}
2011												
Enero-Junio	19,9	11,5	16,1	16,7	3,6	11,0	14,8	3,6	11,0	10,5	10,3	10,4
Julio-Diciembre	18,8	3,8	12,1	14,0	-2,0	7,1	16,2	0,8	11,1	11,2	16,9	13,4
Enero-Diciembre	19,3	7,7	14,1	15,4	0,8	9,0	15,5	2,2	11,0	10,9	13,6	11,9
2012												
Enero-Junio	10,4	2,8	7,1	11,3	1,8	7,4	16,8	5,6	13,3	14,7	16,4	15,4
Julio-Diciembre	8,5	0,9	5,4	15,9	5,8	12,0	19,8	7,9	16,2	13,2	17,1	14,7
Enero-Diciembre	9,4	1,9	6,3	13,6	3,8	9,7	18,3	6,7	14,7	13,9	16,7	15,0
2013												
Enero-Junio	10,9	-0,2	6,3	17,7	6,9	13,5	20,3	7,7	16,5	7,7	18,4	11,9

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 junio del 2013.

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.

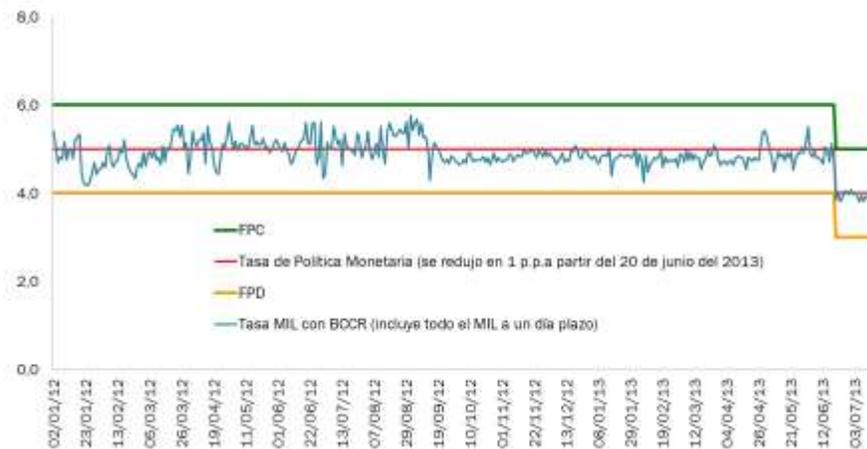
5/ En los casos que el agregado incluye instrumentos en colones y en moneda extranjera, se elimina el efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La evolución por componentes de los agregados monetarios, aunque en menor grado que en 2012, continúa mostrando la preferencia de los agentes económicos por instrumentos a plazo y en moneda nacional, en razón del incentivo que ofrece aun el premio por ahorrar en moneda nacional (4,0 p.p.²⁶ durante el 2012 y 2,6 p.p. en el primer semestre del presente año).

El comportamiento diferenciado de los distintos agregados monetarios (líquidos e indicadores de ahorro financiero) reflejó una coyuntura

Gráfico 7 Tasas de interés en el MIL
-en porcentajes-



²⁵ Incluye el medio circulante de depósitos de plazo vencido.

²⁶ Medido como el diferencial para depósitos a 6 meses (colón).

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 29 de julio del 2013.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

caracterizada por una mayor disponibilidad de liquidez en los mercados internacionales, que intensificó la compra de divisas por parte del Banco Central en el último cuatrimestre del 2012 y en el primer trimestre del presente año²⁷; además estuvo presente la monetización de parte del endeudamiento externo obtenido por el Gobierno de la República. Lo anterior, como ha sido comentado en informes previos, incrementó la disponibilidad de recursos líquidos en el sistema financiero y para evitar que esto se reflejara en presiones de gasto, requirió ser neutralizada mediante la colocación de Bonos de estabilización monetaria y la activa participación del Banco Central en el Mercado integrado de liquidez (MIL).

El traslado de recursos hacia BEM permitió disminuir el exceso monetario. En términos del saldo promedio de la demanda de base monetaria programada para el primer semestre del año, éste pasó de un 27% en enero a un 7% en junio.

En cuanto al crédito al sector privado, su evolución ha mostrado holgura en relación con lo previsto²⁸, en particular para las operaciones denominadas en moneda nacional. En efecto, su crecimiento al término del primer semestre del 2013 fue de 11,9%²⁹ (15,4% en igual lapso del 2012), resultado que podría asociarse con la desaceleración de la actividad económica. Por el lado de la demanda, se observó un debilitamiento de las solicitudes de crédito para vivienda, en tanto el saldo de crédito para consumo creció en torno al 20,0%³⁰. La evolución por monedas ha sido disímil, mientras las operaciones denominadas en dólares registraron tasas interanuales en torno al 18,0%, la cartera denominada en moneda nacional creció un 7,7% (14,7% en 2012). La menor demanda de crédito en colones dejó espacio para que los intermediarios financieros aumentaran la tenencia de títulos valores emitidos por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central.

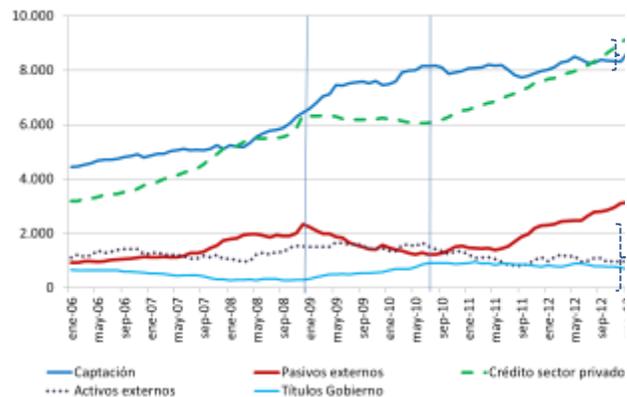
Cabe indicar que una parte importante de la colocación de crédito en dólares ha sido atendida por los intermediarios financieros con la contratación de recursos externos, operaciones cuya importancia relativa en el proceso de intermediación financiera ha venido en aumento³¹.

Ese comportamiento llevó a que en los últimos meses el saldo de la cartera de crédito al sector privado denominada en moneda extranjera se ubique por encima del saldo de la liquidez en dólares y que se haya ampliado la brecha entre el saldo de la deuda externa del sistema financiero y su tenencia de activos externos, situación que introduce dos vulnerabilidades, a saber:

- i. El uso de fuentes externas para atender la demanda de crédito interno en moneda extranjera, situación que se agrava si estos recursos son canalizados hacia agentes no generadores de divisas.

Lo anterior sugiere que la estabilidad de las carteras de crédito y la gestión de liquidez por parte de las instituciones financieras puede afectarse por la volatilidad de los flujos de capital externo, lo que introduce riesgos para la estabilidad financiera y económica del país.

Gráfico 8 Principales cuentas en moneda extranjera de las OSD
-salDOS en millones de EUA\$-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁷ En el último cuatrimestre del 2012 adquirió EUA\$1. millones.

²⁸ Acorde con los límites de crecimiento al crédito al se

²⁹ Crédito otorgado por las "Otras sociedades de depósito" (OSD), agrupación que comprende a los bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, empresas financieras no bancarias y mutuales de ahorro y préstamo.

Algunas entidades financieras limitaron sus promociones y restringieron las colocaciones con el objetivo de cumplir los lineamientos establecidos por el BCCR en enero del presente año.

³⁰ Estas dos actividades representan un 60% del crédito al sector privado total.

³¹ El saldo de la deuda externa del sistema financiero respecto a la liquidez total y al crédito al sector privado ha tendido a crecer y en abril del 2013 se ubicó en 13% y 14%, en su orden. El comportamiento es más pronunciado en relación con el crédito al sector privado en moneda extranjera (alcanzó casi un 36%).

Ante una salida súbita de flujos de capital, el mercado de dinero puede registrar una restricción importante de liquidez, que dé lugar a incrementos no deseados en las tasas de interés y a la concesión de crédito por parte del Banco Central para mitigar dicha presión, con la limitación de que el BCCR no es prestamista de última instancia en moneda extranjera. En línea con lo anterior, el mercado de cambios registraría una presión al alza en el tipo de cambio por la mayor demanda de moneda extranjera.

- ii. Ante una restricción de liquidez a nivel internacional, existe el riesgo de una exigencia de pago por parte de los acreedores internacionales, situación que dada la estructura de las cuentas externas del sistema financiero local podría comprometer la atención de sus obligaciones con el exterior, al disponer de activos externos equivalentes a una tercera parte del saldo de pasivos externos.

Las previsiones de que la inflación se mantendrá en los próximos trimestres dentro del rango meta, así como la reducción en la disponibilidad de recursos líquidos en el sistema financiero, en buena medida, determinaron la decisión de la Junta Directiva de reducir en 100 puntos base su Tasa de Política Monetaria, para ubicarla en 4% a partir del 20 de junio, con el propósito de estimular la actividad económica y la generación de empleo. Sobre este ajuste de política debe tenerse en cuenta que el tiempo transcurrido es corto para evaluar su efecto de transmisión y constituye el primer ajuste desde su introducción, aunque algunas tasas de captación de los intermediarios financieros han presentado ajustes a la baja.

Por último, en los primeros seis meses del año en curso el mercado cambiario global presentó un superávit inferior al observado en el último cuatrimestre del 2012 debido, principalmente, a la disminución del premio por ahorrar en colones. Aunque el tipo de cambio se mantuvo cercano al límite inferior de la banda cambiaria, las condiciones del mercado permitieron reducir la intervención del BCCR en defensa de la banda con respecto al año pasado, lo que resultó positivo para el control monetario, en el tanto se monetizaron menos recursos por esta vía.

3. PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2013-14

Los analistas internacionales proyectan para el 2013 un crecimiento mundial similar al del año previo. Los países emergentes seguirían aportando a la actividad económica; mientras los avanzados continuarán enfrentando, aunque en menor medida, los efectos de la reestructuración fiscal, por lo que algunos de ellos mostrarían tasas de crecimiento inferiores y hasta negativas en algunos casos. Para el 2014 prevén un repunte del crecimiento económico.

Estas proyecciones suponen que los países avanzados mantendrán las medidas de estímulo a la actividad económica, por lo que no se afectaría el acceso al financiamiento externo y el capital privado (IED) continuará ingresando al país.

En ese contexto se estima que en Costa Rica el PIB crecería un 3,0% en 2013 y 3,7% en 2014, tasas inferiores al promedio de los últimos tres años (4,8%)³². La revisión a la baja en el crecimiento para el presente año

Cuadro 6. Proyecciones de crecimiento económico
-variación porcentual anual-

	Fondo Monetario Internacional			Consensus Forecasts		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Mundo	3,1	3,1	3,8	2,4	2,4	3,1
Países avanzados	1,2	1,2	2,1	n.d	n.d	n.d
Estados Unidos	2,2	1,7	2,7	2,2	1,8	2,7
Eurozona	-0,6	-0,6	0,9	-0,5	-0,6	0,8
Alemania	0,9	0,3	1,3	0,7	0,4	1,6
Francia	0,0	-0,2	0,8	0,0	-0,3	0,6
Japón	1,9	2,0	1,2	1,9	1,9	1,5
Países emergentes	4,9	5,0	5,4	n.d	n.d	n.d
China	7,8	7,8	7,7	n.d	n.d	n.d
Brasil	0,9	2,5	3,2	0,9	2,7	3,4
América Latina	3,0	3,0	3,4	2,7	3,0	3,7

Fuente: Actualización Perspectivas de la Economía Mundial, del Fondo Monetario Internacional y Revista Consensus Forecasts (Julio 2013).

³² Con estos resultados la economía aún presentaría holgura en su capacidad de producción.

con respecto a lo indicado por el Banco Central en enero del 2013 (4,0%), estuvo determinada por factores de oferta y demanda externa e interna, que mostraron una desaceleración mayor a la prevista. En particular, la recesión en la Eurozona, así como el débil crecimiento de Estados Unidos afectarían las exportaciones hacia esos mercados y, se estima una desaceleración en la demanda de consumo privado, perspectiva que va en línea con la evolución de un menor ingreso nacional disponible de 2,8% desde un 4,7% en el 2012.

Para el 2014, la previsión de un mayor crecimiento estaría vinculada con la aceleración de la demanda externa de los regímenes definitivo y especiales, así como por el incremento en la demanda interna, particularmente, del consumo de los hogares y la formación bruta de capital.

Por industrias para el crecimiento económico de esos años, se prevé:

- Transporte, almacenamiento y comunicaciones crecerá 4,1% en 2013 y 5,0% en 2014. El incremento para 2014 estaría asociado con servicios como la portabilidad numérica, la red de cuarta generación (4G), “Triple play” (cable, internet y voz IP) y televisión digital.
- La manufactura se recuperaría en la segunda parte del 2013, con lo que crecería un 2,1% en el año y 3,1% en 2014. Buena parte de la recuperación estaría ligada con la mejora en la actividad de los principales socios comerciales y la diversificación de productos y mercados de exportación.
- Otros servicios prestados a empresas crecerán 5,2% en 2013 y 5,7% en 2014, explicado en mayor medida, por las actividades de los centros de llamadas y creación de programas de cómputo durante el 2013. Para el 2014, influirían la producción de servicios para el mercado interno de publicidad, vigilancia y aseo, jurídicos e investigación de mercados y, en menor medida, por la producción de programas de computación y de centros de llamadas.
- Comercio, restaurantes y hoteles crecería un 3,0% en 2013 y 3,3% en 2014. El menor dinamismo en el 2013 refleja una revisión a la baja en el ingreso de turistas y en la demanda interna. Para el 2014 se prevé un incremento en las actividades comerciales relacionadas con la construcción, aparatos eléctricos y alimentos; así como de los servicios vinculados al turismo receptor.
- La actividad de la construcción crecería un 3,0% en 2013, en mayor medida, por la evolución de obras privadas, en tanto que para el 2014 se estima que continuará recuperándose (5,9%). En este periodo se espera que la construcción pública

Cuadro 7. Producto Interno Bruto y valor agregado por industria
-variación porcentual interanual-

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

^{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.

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

	2012	2013	2014
DEMANDA = OFERTA	5,8	2,3	3,7
1 Demanda interna	4,3	3,0	4,3
a. Consumo privado	4,5	2,7	3,6
b. Consumo de Gobierno	1,7	2,4	2,2
c. Inversión Privada	8,1	6,3	6,5
d. Inversión Pública	7,9	0,7	13,6
e. Variación de Inventarios (% PIB)	1,6	1,4	1,1
2 Exportaciones	8,5	1,0	2,5
Bienes	8,7	0,1	2,3
Servicios	7,7	4,2	3,2
3 Importaciones	7,0	1,0	3,6
Bienes	6,8	0,6	3,4
Servicios	8,7	3,9	5,3
4 Producto Interno Bruto	5,1	3,0	3,7

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

complemente la obra privada, reflejando el efecto de la modernización de infraestructura portuaria así como un mayor avance de ejecución en proyectos hidroeléctricos y de mejoramiento vial.

Por otra parte, la revisión del entorno nacional e internacional permite inferir que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría en torno al 5,0% y 5,1% del PIB en el 2013-14, respectivamente.

Se prevé un deterioro de la balanza de bienes, un aporte neto positivo de los servicios y un mayor desbalance de la cuenta de renta y transferencias por el pago de intereses y remisión de utilidades. Sin embargo, la brecha en la cuenta corriente de la balanza de pagos se prevé que será financiada con flujos de capital de largo plazo (privado y público), lo que propiciaría la acumulación de activos de reserva.

Para el 2013 se estiman cotizaciones de hidrocarburos de EUA\$118,4 por barril; la mayor adquisición de barriles (5,4%), implicaría una factura petrolera superior en EUA\$95,3 millones a la del 2012³³.

Se estima que las exportaciones costarricenses decrecerán un 0,7% y crecerán 4,2% en términos nominales (0,1% y 2,3% en términos reales) en el 2013 y 2014, respectivamente. Lo anterior estaría asociado a la reducción en las ventas externas de productos manufacturados fuera de los regímenes especiales durante el 2013, situación que se espera se revierta en el 2014, con crecimientos tanto de las mercancías de régimen definitivo como de los especiales. Mientras que las importaciones una vez excluido el efecto precio, aumentarían 0,6% y 3,4% para ese bienio.

Se prevé que el superávit de los servicios alcanzará niveles de 9,4% y 9,3% del PIB para 2013 y 2014, respectivamente. Destaca el desempeño esperado de informática e información, actividades de apoyo empresarial y turismo receptivo. Este superávit compensaría parcialmente los balances deficitarios en los rubros de la cuenta de bienes y renta de factores.

Por su parte, las erogaciones por pago a los factores de producción mostrarían un mayor desbalance en el bienio 2013-14, atribuido principalmente al mayor pago de interés de la deuda pública externa y al mayor envío de dividendos a las casas matrices; dadas las previsiones de flujos de inversión extranjera. Adicionalmente, el valor neto de las transferencias corrientes se estima aumentaría 7,3% y 3,8% en el lapso 2013-14, con mayores ingresos de remesas de costarricenses radicados en el exterior del orden de 5,0% y 4,0%, respectivamente.

Cuadro 9. Balanza de Pagos^{1/}

-millones de dólares y porcentaje del PIB-

	2012	2013	2014
Cuenta corriente	-2.376	-2.484	-2.735
Bienes	-6.164	-6.452	-7.065
Exportaciones FOB	11.438	11.358	11.832
Importaciones CIF	17.601	17.809	18.897
- Hidrocarburos	2.176	2.271	2.353
Servicios	4.269	4.654	4.989
- Viajes	1.871	2.021	2.198
Renta y transferencias	-482	-686	-659
Cuenta de capital y financiera	4.486	3.777	3.796
Sector público	1.139	1.268	1.285
Sector privado	3.346	2.509	2.511
- Inversión Directa	2.288	2.460	2.315
Activos de reserva	-2.110	-1.293	-1.061
(-aumento, + disminución)			
Memorandum			
Cuenta Corriente / PIB	-5,3%	-5,0%	-5,1%
Cuenta Comercial / PIB	-13,7%	-13,0%	-13,2%
Balance de Servicios / PIB	9,5%	9,4%	9,3%
Balance de Renta / PIB	-1,8%	-2,1%	-1,9%
Capital Privado/PIB	7,4%	5,1%	4,7%
Inversión directa/PIB	5,1%	5,0%	4,3%
Saldo de RIN/PIB	15,2%	16,4%	17,1%

³³ Se estima que el mayor incremento en la cantidad de barriles se dio en la primera parte del año, mientras que los precios del barril serían superiores en el segundo semestre. Para el 2014 se estima un aumento de 3,8% en la demanda de barriles y precios similares al 2013.

La brecha estimada en la cuenta corriente de la balanza de pagos sería financiada mayoritariamente con ahorro externo privado de largo plazo (IED); recursos que contribuyeron a la sostenibilidad de la posición externa del país. Sin embargo, estos flujos no serían suficientes para cubrir el desbalance de las transacciones reales de la balanza de pagos; no obstante, al adicionar otros recursos diferentes a la IED se logra financiar por completo ese desbalance.

Para las operaciones financieras del sector público se prevén flujos netos positivos en el período 2013-14. El endeudamiento público neto de largo plazo, inyectaría recursos a la economía del orden de 2,5% y 2,4% respecto al PIB en esos años. Se supone que el sector público continuaría con acceso a los mercados financieros internacionales, principalmente, mediante la colocación de bonos tanto de parte del Gobierno Central como otras empresas públicas.

Las operaciones financieras y reales conllevarían a una acumulación de reservas internacionales netas en el 2013 y 2014, con lo cual el saldo de RIN representaría un 16,4% y 17,1% del PIB estimado para esos años.

En relación con las finanzas del Gobierno Central se estima para el 2013 un déficit de 5,0% del PIB (5,8% para el Sector Público Global) y de 5,8% (6,6% para el Global) para el 2014. Si bien este déficit continuaría siendo financiado en parte mediante la colocación neta de bonos deuda interna, el acceso al endeudamiento externo previsto para cada uno de estos años (EUA\$1.000 millones³⁴), permitiría atenuar la presión al alza sobre las tasas de interés en colones. Dado lo anterior, se estima que sus niveles de deuda como proporción del PIB serían casi de 37% en el 2013 y 40% en el 2014.

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 estima crecerá alrededor del 14,3% y 13,5% respectivamente y la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado en torno a 12,9% y 13,9% en estos años.

4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA

La revisión de la programación macroeconómica, en cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 2 de su Ley Orgánica, tiene como principales objetivos los siguientes:

- i) Continuar con una inflación bajo control y dentro de la meta establecida del 4% al 6% anual para el periodo 2013-2014.
- ii) Estimular la actividad económica que ha desacelerado.
- iii) Velar por la estabilidad del sistema financiero, especialmente por los riesgos asociados a un creciente uso del financiamiento externo para atender la demanda de crédito en dólares.

En razón de ello la meta de inflación para lo que resta del 2013 y el 2014 se mantiene en 5% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p., para lo cual continuará con el proceso de reducción de los excesos monetarios con el fin de evitar que esos recursos se trasladen a gasto y comprometan a futuro el logro de esa meta.

Dado que los pronósticos sobre el comportamiento de la inflación señalan que ésta se mantendrá dentro de ese rango meta, el Banco Central considera que existe espacio para que sus acciones de política contribuyan con el desarrollo de la economía.

En este contexto, las acciones de política monetaria estarán dirigidas a:

³⁴ La colocación de títulos de deuda externa en el 2013 se realizó en el mes de abril. Para el 2014 se supone se realiza en el segundo semestre de ese año.

- i) Drenar el exceso monetario mediante el traslado de recursos líquidos hacia instrumentos de deuda de mayor plazo. Esta acción que tiene un costo financiero con implicaciones directas e incrementales sobre el déficit del Banco Central y presiones inflacionarias a mediano plazo, se realizará con una estrategia de esterilización de “mínimo costo” para la Institución.
- ii) Eliminar el límite al crecimiento del crédito al sector privado no financiero (así como el sublímite establecido para las operaciones denominadas en moneda extranjera).

Ello se justifica en el tanto varios de los desequilibrios que llevaron a establecerlos han disminuido en importancia, particularmente, el exceso monetario y los inlujos de capital externo en busca de diferenciales entre rendimientos financieros.

Aun cuando se elimina el sublímite al crecimiento del crédito en moneda extranjera, se reconoce que las causas que justificaron su imposición no han desaparecido del todo. No obstante, se estima que estos riesgos pueden mitigarse con las medidas macroprudenciales que el CONASSIF busca aplicar en un corto plazo, con el fin de fortalecer al sistema financiero; entre otros, frente a riesgos asociados con el mayor crédito en moneda extranjera, incluido el que se otorga a no generadores de divisas.

En el siguiente cuadro se presentan las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2013-14 que dan sustento a la presente revisión del Programa Macroeconómico.

Cuadro 10. Principales variables macroeconómicas

	2012	Revisión		Enero	
		2013	2014	2013	2014
Producción					
PIB (millones de millones ₡)	22,7	24,8	26,9	25,1	27,3
Crecimiento real (%)	5,1	3,0	3,7	4,0	4,0
Crecimiento nominal (%)	9,3	9,2	8,6	10,6	8,7
Ingreso nacional disponible real (crec.%)	4,7	2,7	4,3	3,8	4,3
Inflación					
Medido con IPC (variación interanual %)	4,6	Meta 5,0 (± 1 p.p.)			
Balanza de Pagos					
Cuenta corriente (% PIB)	-5,3	-5,0	-5,1	-4,9	-5,1
Cuenta comercial (% PIB)	-13,7	-13,0	-13,2	-12,7	-13,2
Cuenta corriente (mill \$)	-2.376	-2.484	-2.735	-2.440	-2.731
Cuenta de Capital y financiera (mill \$)	4.486	3.777	3.796	3.394	3.354
Sector Público	1.139	1.268	1.285	911	991
Sector Privado	3.346	2.509	2.511	2.482	2.363
Inversión Directa	2.288	2.460	2.315	2.051	2.269
Saldo RIN (% PIB)	15,2	16,4	17,1	15,6	15,6
Sector Público Global Reducido (% PIB)					
Resultado financiero SPG	-5,1	-5,8	-6,6	-5,3	-5,4
Gobierno Central	-4,4	-5,0	-5,8	-4,8	-5,0
Resto SPNF ^{1/}	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3
BCCR	-0,6	-0,8	-1,0	-0,9	-0,8
Agregados monetarios y crediticios ^{2/} (variación %)					
Medio circulante	12,8	10,5	9,7	11,2	8,8
Liquidez moneda nacional (M2)	18,2	12,4	12,0	13,5	8,6
Liquidez total (M3)	12,9	11,2	10,6	12,0	7,6
Riqueza financiera total	17,4	14,3	13,5	13,5	10,2
Crédito al sector privado	14,3	12,9	13,9	12,2	11,7

^{1/} Estimación del Banco Central.

^{2/} Moneda extranjera valorada al tipo de cambio promedio estimado para cada año.

Las nuevas proyecciones ajustan a la baja el crecimiento real del producto para ambos años en relación con el 2012 y con lo anunciado en enero pasado, en respuesta a una desaceleración mayor a la prevista de la demanda tanto interna como externa. En el primer caso, se estima continúa la holgura en la capacidad de producción (brecha del producto negativa) y, en el segundo caso, persiste el riesgo asociado a una recuperación débil y gradual del crecimiento económico mundial.

El presente ejercicio de programación supone que durante el período de proyección prevalecen las condiciones de liquidez en los mercados internacionales y que el Gobierno financia parte de sus requerimientos con el uso de recursos provenientes de la colocación de bonos deuda externa, lo cual reduce las presiones sobre las tasas de interés en el mercado local. No obstante, el Banco Central también reconoce que dependiendo de las condiciones que priven en el mercado cambiario cuando el Gobierno utilice estos recursos, podría requerir esterilizar los excesos monetarios, con el fin de evitar presiones adicionales de gasto; ello podría presionar al alza las tasas de interés.

Como lo ha indicado en otras ocasiones, el Banco Central realizará los ajustes necesarios en sus acciones de política, en respuesta a cambios sustantivos en el entorno macroeconómico que afecten la consecución del objetivo propuesto para el lapso que comprende esta revisión del Programa Macroeconómico 2013-14.

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. En materia de estabilidad financiera³⁵ 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 financiero³⁶.

5. BALANCE DE RIESGOS

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

En el campo externo destacan:

- i) Fragilidad de la tasa de crecimiento mundial, de manera particular de los principales socios comerciales el país.
- ii) Retiro anticipado del estímulo monetario por parte de los principales bancos centrales.
- iii) Comportamiento del precio de materias primas, en especial petróleo, ante una recuperación económica más rápida de lo previsto y problemas geopolíticos en el Medio Oriente.

Las perspectivas del crecimiento de la actividad económica internacional señalan una recuperación débil en las naciones avanzadas y un menor crecimiento para las economías emergentes. Además existe el riesgo de un retiro anticipado del estímulo monetario por parte de economías avanzadas, con los consecuentes ajustes en los macroprecios.

³⁵ Dados los costos económicos asociados a las crisis financieras recientes, existe consenso internacional acerca de la necesidad de revisar y mejorar los sistemas de vigilancia y mecanismos de supervisión del sistema financiero.

³⁶ La política macroprudencial contribuye a promover la estabilidad financiera y macroeconómica reduciendo los riesgos sistémicos.

A nivel interno se identifican los siguientes riesgos:

- i) Si bien el premio por ahorrar en instrumentos en moneda nacional se ha reducido, su nivel mantiene el incentivo para el ingreso de capital externo.
- ii) Eventual incremento del exceso monetario originado, entre otros, en la compra de divisas por parte del Banco Central en defensa del límite inferior de la banda, el cual puede traducirse en presiones inflacionarias en el corto plazo.
- iii) Crédito en dólares a no generadores de divisas.
- iv) Trayectoria creciente de la razón de deuda pública total a producto.

Los mercados internacionales aún mantienen tasas de interés bajas, que comparadas con los rendimientos de títulos valores locales y un tipo de cambio cercano o en el límite inferior de la banda, generan un premio por ahorrar en colones que incentiva el ingreso de capital externo. Este influjo de recursos externos ha llevado al Banco Central a realizar compras de divisas en cumplimiento de su compromiso con el régimen cambiario, lo cual resta grados de libertad a la política monetaria para controlar la inflación.

En materia de estabilidad del sistema financiero, aun cuando se reconoce que el crédito al sector privado no ha generado presiones adicionales sobre la inflación, su composición por moneda señala una clara preferencia por operaciones en moneda extranjera, demanda que en los últimos años ha sido atendida, en buena medida y en forma creciente, con fondos de origen externo.

Al respecto es necesario tener presente que el mayor endeudamiento externo vulnera la estabilidad del sistema financiero ante eventuales disminuciones en la liquidez internacional, que vaya acompañada de incrementos en las tasas de interés en esos mercados y de una depreciación de la moneda nacional. Dado lo anterior, el Banco Central se mantendrá atento al comportamiento de los indicadores del sistema financiero con el fin de aplicar las medidas permitidas en su Ley Orgánica en procura de la estabilidad financiera del país.