

**REVISIÓN PROGRAMA
MACROECONÓMICO
2014-2015**

Junta Directiva¹

Presidente

Olivier Castro Pérez

Ministro de Hacienda

Helio Fallas Venegas

Directores

Jorge Alfaro Alfaro

Silvia Charpentier Brenes

Juan Rafael Vargas Brenes

¹Al 30 de julio del 2014 hay dos miembros de Junta Directiva cuyo nombramiento está en proceso de ratificación por parte de la Asamblea Legislativa.

En el cumplimiento de los objetivos asignados al Banco Central de Costa Rica, en su Ley Orgánica, un elemento esencial es la adecuada comunicación de las medidas de política económica que adopta esta Entidad y, por tanto, hace del conocimiento público la revisión del Programa Macroeconómico 2014-2015, aprobada por la Junta Directiva en el artículo 7 de la sesión 5657-2014 del 30 de julio del 2014².

En la primera parte del 2014 la economía mundial continuó con un crecimiento moderado, resultado del lento proceso de recuperación en países avanzados y de la desaceleración en naciones emergentes. Las bajas presiones de demanda en países avanzados mantuvo la inflación internacional bajo control. Además, los mercados financieros internacionales mostraron una relativa estabilidad, toda vez que habían reaccionado de manera anticipada en el 2013, en particular ante el retiro gradual del estímulo monetario por parte del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, proceso que inició en enero del 2014.

En el campo interno, el balance macroeconómico del primer semestre del 2014 fue positivo, en el tanto:

- i) La inflación interanual estuvo en el rango meta, definido en $4\% \pm 1$ punto porcentual.
- ii) El crecimiento económico en torno al 4% no generó presiones de demanda agregada sobre la inflación y, los indicadores de empleo mejoraron con respecto a lo observado en el 2013.
- iii) El déficit en cuenta corriente fue financiado con capital de mediano y largo plazo.
- iv) Los agregados monetarios y crediticios crecieron acorde con la meta de inflación, el crecimiento de la producción y el incremento gradual en el grado de profundización financiera.
- v) Las tasas de interés mostraron moderados incrementos, en tanto que el tipo de cambio, luego de presentar, en el primer trimestre del año, un comportamiento alcista y mayor volatilidad, ha tendido a estabilizarse.

Con base en el análisis de esa coyuntura y la evolución prevista para las variables macroeconómicas en los siguientes dieciocho meses, la revisión del Programa Macroeconómico de julio del 2014 mantiene la meta de inflación en 4% con un rango de tolerancia de ± 1 punto porcentual, para lo que resta del lapso 2014-2015.

² El literal b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central establece el compromiso de publicar el programa monetario. A partir del 2007 este ejercicio es denominado Programa Macroeconómico, cuya congruencia es evaluada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (mayor detalle en “*El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio*”, [DIE-08-2008-DI](#)). Además, con el presente documento se atiende lo señalado en el literal f) del citado artículo, que dispone la obligación de publicar, en enero y julio de cada año, un informe sobre la evolución económica del semestre previo.

Aun cuando la inflación en el primer semestre del 2014 se ubicó dentro del rango meta, a partir de marzo se ha notado una aceleración y las previsiones señalan que existe una alta probabilidad de que en algunos meses se desvíe de manera transitoria de esa meta. No obstante, esta Junta Directiva acordó mantener la meta de inflación planteada en enero pasado, sustentada en las siguientes razones:

- i) No existen presiones sobre la inflación ocasionadas por el comportamiento de la demanda agregada. Además, la evolución de los indicadores monetarios y crediticios es congruente con esa meta de inflación, por lo que, a futuro, no se estiman tensiones adicionales sobre el crecimiento de los precios.
- ii) El incremento reciente en los precios internos respondió, en buena medida, a los efectos transitorios de mayores tarifas de bienes y servicios regulados y del aumento en el tipo de cambio. A pesar de su carácter temporal, estos eventos han incidido en las expectativas inflacionarias, que han superado el 6%, comportamiento que podría tener implicaciones de segunda ronda sobre la inflación.

Para evitar que se materialicen efectos de segundo orden, la Junta Directiva incrementó la Tasa de política monetaria en dos ocasiones (en marzo y mayo pasados) y considera procedente dar espacio para que esas medidas generen los resultados esperados y que la inflación retorne al rango meta en el 2015.

Además, el Banco Central continuará vigilante para que no se presenten episodios de ajustes violentos en el tipo de cambio, como los observados a inicios del 2014.

- iii) Considerando que las perturbaciones en la inflación son de carácter transitorio, este Directorio mantiene su visión de mediano plazo dirigida a buscar inflaciones bajas y estables, por cuanto reconoce que ello favorece:
 - a. La estabilidad de las variables macroeconómicas, en especial de las tasas de interés y del tipo de cambio, lo que facilita la toma de decisiones de ahorro e inversión y, por ende el crecimiento económico y la generación de empleo.
 - b. El proceso de desdolarización, y con ello la efectividad de la política monetaria.
 - c. La equidad, en el tanto la inflación afecta en mayor medida a los grupos de ingresos bajos y fijos.
 - d. Además, mediante la estabilidad interna del colón el Banco Central contribuye a crear un entorno apropiado para que los resultados en otras áreas de la política económica sean congruentes con la búsqueda de la estabilidad macroeconómica del país.
- iv) La evidencia internacional señala que no es atípico que los países enfrenten variaciones de precios ajenos al control monetario, que les desvíen transitoriamente de su rango meta de inflación.

Países como Costa Rica, que dan prioridad al objetivo de estabilidad interna de la moneda, han enfrentado este tipo de desvíos. Dada la naturaleza transitoria de esos choques, los bancos centrales optaron por mantener la meta, para fortalecer la

credibilidad de los agentes económicos en el compromiso institucional con el control de la inflación en el mediano plazo.

En cuanto a las proyecciones macroeconómicas, el proceso de revisión llevó a una reducción en el ritmo de crecimiento económico con respecto a lo previsto el pasado mes de enero. La revisión a la baja obedece, principalmente, a dos eventos. Por un lado el retiro de operaciones de manufactura de la empresa Intel y, por otro, la menor inversión en obra pública.

Se prevé que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos alcance, en promedio, 5,4% del Producto Interno Bruto. Este faltante sería financiado con capital de mediano y largo plazo, en su mayoría flujos provenientes de inversión extranjera directa.

Aunque esta revisión del Programa Macroeconómico no considera el efecto de reformas estructurales que procuren una solución al problema de las finanzas públicas, supone que el país tendría acceso a recursos externos de mediano y largo plazo, que permitirán atenuar, en parte, las presiones del financiamiento del déficit fiscal sobre las tasas de interés. No obstante, en la medida en que las acciones previstas por parte del Ministerio de Hacienda para reducir el desbalance fiscal den los resultados esperados las citadas presiones serían menores.

De los riesgos identificados para este lapso destacan la presión que sobre los mercados financieros locales podría tener el financiamiento del déficit fiscal y la lenta convergencia de las expectativas inflacionarias a la meta de inflación.

En razón de ello el Banco Central de Costa Rica continuará con sus esfuerzos por mejorar la comunicación con la sociedad costarricense, para promover el adecuado entendimiento de sus acciones y facilitar el proceso de formación de expectativas por parte de los agentes económicos. Asimismo, mantendrá un seguimiento cercano de la situación macroeconómica del país, con el fin de ajustar, oportunamente, la postura de su política monetaria ante factores que atenten contra el cumplimiento de los objetivos asignados.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	5
2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2014.....	9
2.1. Economía internacional	9
2.2. Economía nacional.....	11
2.2.1. Inflación.....	11
2.2.2. Actividad económica.....	12
2.2.3. Balanza de pagos	15
2.2.4. Finanzas públicas.....	16
2.2.5. Agregados monetarios, crédito, tasas de interés y tipo de cambio	18
3. REVISIÓN DEL PROGRAMA MACROECONÓMICO 2014-2015.....	22
3.1. Objetivos y medidas de política.....	22
3.2. Proyecciones macroeconómicas 2014-2015	25
3.3. Balance de riesgos.....	31
Recuadro 1. Desvíos de la inflación respecto a metas de mediano plazo	33

REVISIÓN DEL PROGRAMA MACROECONÓMICO 2014-2015

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica, en adelante Banco Central, presenta la revisión de su Programa Macroeconómico 2014-2015 para informar a la sociedad sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas en el primer semestre del 2014, las medidas de política económica que aplicará y las proyecciones para los próximos dieciocho meses, congruentes a su vez con la consecución de los objetivos prioritarios establecidos en el artículo 2 de su Ley Orgánica (Ley Nº 7558).

La coyuntura económica en el primer semestre del 2014 estuvo caracterizada por:

- i) La inflación general y subyacente se mantuvieron en el rango meta establecido para el 2014 (en junio las tasas interanuales fueron de 4,6% y 4,1%, respectivamente). Sin embargo, a partir de marzo estos indicadores se aceleraron y las expectativas de inflación a 12 meses continuaron fuera del rango meta.
- ii) El crecimiento de la producción (3,9%) fue superior al observado en igual período del 2013 (2,9%) y no generó presiones adicionales de demanda agregada sobre la inflación. En línea con la actividad económica, los indicadores de empleo reflejaron una mejoría (mayor tasa neta de participación y relativa estabilidad en la tasa de desempleo).
- iii) El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (2,2% del PIB) fue financiado con flujos de mediano y largo plazo, mayoritariamente provenientes de inversión directa.
- iv) Los agregados monetarios y crediticios crecieron acorde con la meta de inflación, el crecimiento económico y el proceso incremental de profundización financiera. No obstante, a diferencia de lo previsto, estos indicadores presentaron cambios en la composición por moneda: mayor preferencia por ahorrar en dólares y por contratar crédito en colones.
- v) Luego del abrupto incremento en el tipo de cambio en el primer trimestre, acompañado de mayor volatilidad, éste tendió a estabilizarse.
- vi) El déficit del Gobierno Central alcanzó 2,6% del PIB (2,3% en igual lapso del 2013). El financiamiento de esta brecha ha generado presiones alcistas sobre las tasas de interés en el mercado local, efecto que hubiese sido mayor de no haber dispuesto de los recursos provenientes de la colocación de títulos de deuda externa.

Bajo este panorama y, acorde con lo dispuesto en el artículo 2 de la Ley Nº 7558, para lo que resta del bienio 2014-2015, en la revisión del Programa Macroeconómico 2014-2015 se mantiene la meta de inflación en 4% \pm 1 p.p., tal como fue establecida a inicios del 2014.

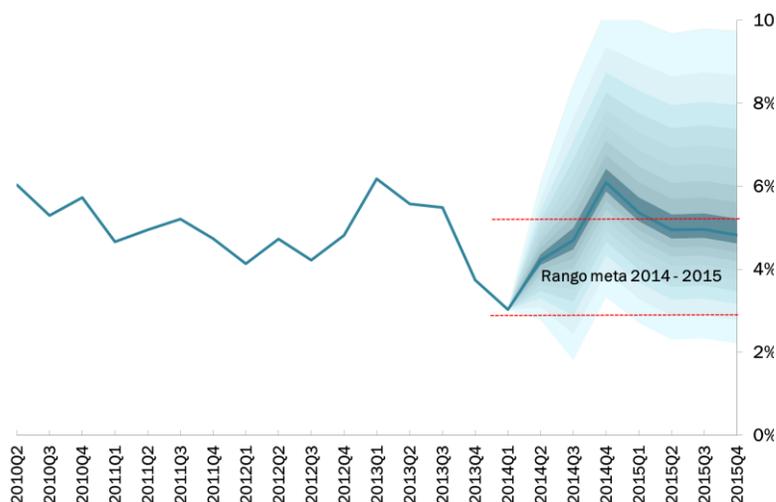
Esta decisión estuvo precedida por el análisis de los costos y beneficios asociados a los escenarios de política de mantener o modificar la meta de inflación. Ello por cuanto las proyecciones del Banco Central sugieren que existe una alta probabilidad de que se presenten desvíos transitorios con respecto a dicha meta, particularmente en el segundo semestre del año e inicios del 2015³.

Como principales fuentes de esos eventuales desvíos están, por un lado, los efectos inerciales del aumento en el tipo de cambio y, por otro los incrementos (aprobados o previstos) en algunos precios de bienes y servicios regulados, como agua y electricidad. A lo anterior se suma el hecho de que las tasas de inflación en el segundo semestre del 2013 fueron relativamente bajas (efecto base⁴).

En este contexto, la Junta Directiva consideró que modificar el rango meta de inflación para validar esas proyecciones, si bien amplía los grados de libertad para que el Banco Central reaccione ante choques de oferta, presenta las siguientes desventajas: i) es una visión de corto plazo; ii) valida crecimientos de agregados monetarios superiores a los requeridos por la economía, con costos en términos de mayores presiones inflacionarias a futuro; iii) dado el carácter temporal del desvío, luego será preciso ajustar la meta y; iv) retarda la convergencia hacia la inflación de socios comerciales en el mediano plazo.

La Junta Directiva también reconoce que mantener la meta de inflación en $4\% \pm 1$ p.p. requiere de un mayor esfuerzo de comunicación, para que esos desvíos transitorios no erosionen la credibilidad de los agentes económicos en la Institución. No obstante, considera que existen las condiciones para mantener la meta planteada el pasado mes de enero en el tanto:

Gráfico 1. Proyección de inflación ^{1/}
-variación interanual, en porcentaje-



^{1/}La línea sólida corresponde a la inflación observada hasta el primer semestre del 2014, posterior a esa fecha son proyecciones. La amplitud de las bandas refleja la incertidumbre inherente a todo pronóstico, que suele aumentar conforme se amplía su horizonte.

La banda más oscura alrededor de la proyección central tiene 10% de probabilidad de ocurrencia. Cada par de bandas con tonalidades que van aclarando acumulan 10% adicional, hasta alcanzar el 90% de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³ La probabilidad de desvíos se incrementa debido a que los efectos inerciales de los factores que incidieron en la aceleración de la tasa de inflación interanual del año en curso se combinan con un efecto base asociado a la menor inflación acumulada durante el segundo semestre del 2013. Se estima que para el IV trimestre del 2014 la probabilidad de que la inflación esté fuera del rango meta es de 70%.

⁴ En el primer semestre del 2013 la inflación acumulada fue de 3,24% y en los siguientes seis meses alcanzó 0,44%.

- i) No existen presiones por la vía de la demanda agregada⁵ y los indicadores monetarios y crediticios (determinantes macroeconómicos de la inflación en el largo plazo) evolucionan de manera congruente con dicha meta, por lo que no estarían generando, a futuro, presiones adicionales de inflación.
- ii) La decisión se enmarca en una visión de mediano y largo plazo y por tanto, da continuidad al proceso que busca la convergencia gradual hacia la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales del país (en torno al 3%⁶).

Este Directorio considera que cumplir con el objetivo prioritario de estabilidad interna de la moneda es el mejor aporte que esta Entidad puede realizar a la sociedad costarricense. En términos generales, las inflaciones bajas y estables no solo facilitan el cálculo económico para la toma de decisiones de ahorro e inversión, sino también tienen un efecto redistributivo, en favor de los agentes de menores ingresos. De esta forma el Banco Central contribuye con la promoción del crecimiento económico y de la estabilidad del sistema financiero costarricense.

Además, la estabilidad interna del colón contribuye a crear un entorno apropiado para que los resultados en otras áreas de la política económica sean congruentes con la búsqueda de la estabilidad macroeconómica del país.

- iii) Los desvíos previstos en la inflación serían transitorios. Las previsiones del Banco Central indican que en el 2015 la inflación retornaría al rango meta definido en esta ocasión.

El retorno de la inflación a niveles dentro del rango meta se facilitaría por los incrementos aplicados en la Tasa de política monetaria (TPM) en marzo y mayo últimos, que procuraron contener los denominados efectos de segunda ronda sobre la inflación, en particular los asociados a la política salarial.

Además, la evidencia internacional señala que, ante choques transitorios de inflación, los bancos centrales suelen mantener su meta, dando prioridad al compromiso con una inflación baja y estable en el mediano plazo. El recuadro 1 detalla la experiencia de algunos bancos centrales, con una estrategia monetaria de meta de inflación, que han enfrentado situaciones en que la inflación se desvió transitoriamente de sus metas.

En materia de estabilidad externa del colón, el Banco Central contribuirá a que existan condiciones para que la economía sea capaz de atraer el ahorro externo de mediano y largo plazo, requerido para financiar la brecha en cuenta corriente de la balanza de pagos.

⁵ El exceso de gasto cuyo origen se relaciona con desequilibrios en el mercado monetario, es aproximado con la brecha del producto. La brecha es definida como la diferencia entre el nivel del producto efectivo y el potencial, expresada 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 se generen presiones inflacionarias.

⁶ Para mayor detalle consultar el capítulo 3 del Informe de Inflación marzo 2014 "Inflación de socios comerciales como referencia para la meta de inflación en Costa Rica".

La consecución de los objetivos planteados en la revisión del Programa Macroeconómico 2014-2015 requiere, en el campo monetario, que el Banco Central se apoye en las siguientes medidas:

- i) Mantener la tasa de encaje mínimo legal en 15%, tanto para operaciones denominadas en colones como en moneda extranjera.
- ii) Gestión activa de liquidez en el Mercado Integrado de Liquidez, en procura de que la TPM sea uno de los principales instrumentos de política monetaria. El ejercicio inicia con una TPM en 5,25%; sin embargo, se aplicarán los cambios necesarios en la medida en que la evolución de los determinantes macroeconómicos de la inflación así lo requieran.
- iii) En gestión de deuda, mantendrá la política de coordinación con el Ministerio de Hacienda, evitará la concentración de vencimientos en fechas focales y promoverá la colocación de instrumentos de deuda a plazos mayores.
- iv) La constitución de la reserva de liquidez en moneda nacional en depósitos en el Mercado Integrado de Liquidez, para fortalecer el control monetario.

En materia cambiaria, el Banco Central mantendrá en el corto plazo la banda cambiaria con el compromiso de avanzar hacia un régimen de mayor flexibilidad, en el tanto existan condiciones para la migración ordenada. Bajo este esquema, se garantiza la estabilidad del tipo de cambio (de ninguna manera debe interpretarse como tipo de cambio fijo), lo que lleva a mantener la política de intervenciones tal como ha sido aplicada hasta la fecha.

Además, la revisión del Programa Macroeconómico 2014-2015 incorpora la posibilidad de aplicar un programa de compra divisas por un máximo de EUA\$250 millones en el lapso agosto 2014-diciembre 2015. La medida busca que el saldo de reservas internacionales netas se ubique en torno al 13,8% del PIB al término del período. Estas compras se harían atendiendo consideraciones de inflación, tipo de cambio y tasas de interés.

Bajo este panorama, las proyecciones económicas 2014-2015 fueron realizadas bajo los siguientes supuestos:

- i) Recuperación gradual de la economía mundial con riesgos a la baja y estabilidad en precios de materias primas.
- ii) No incorpora efectos de reformas fiscales estructurales y supone que en el 2015 el Gobierno se financiaría, en parte, con la última emisión de títulos de deuda externa (EUA\$1.000 millones). Dado el deterioro fiscal previsto el financiamiento interno requerido presionaría al alza las tasas de interés; no obstante, en la medida en que las acciones previstas por parte del Ministerio de Hacienda para reducir el desbalance fiscal den los resultados esperados las citadas presiones serían menores.

Las proyecciones macroeconómicas para el bienio 2014-2015 presentan un panorama caracterizado por:

- i) Crecimiento económico de 3,6% y 3,4% en ese orden. Estas tasas fueron revisadas a la baja e incorporan un menor grado de ejecución de obra pública y el efecto gradual del retiro del componente de manufactura de la empresa Intel.
- ii) El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicará alrededor de 5,4% del PIB, financiado con recursos de mediano y largo plazo.
- iii) Los agregados monetarios y crediticios crecerían en promedio en torno a 11% anual. Estas tasas son congruentes con la meta de inflación, un mayor grado de profundización financiera y, serían suficientes para atender el crecimiento de la actividad económica previsto para estos años.

Como se ha señalado en otras ocasiones, el Banco Central ajustará su política ante comportamientos del entorno macroeconómico, externo e interno, que atenten contra el cumplimiento de los objetivos asignados en su Ley Orgánica.

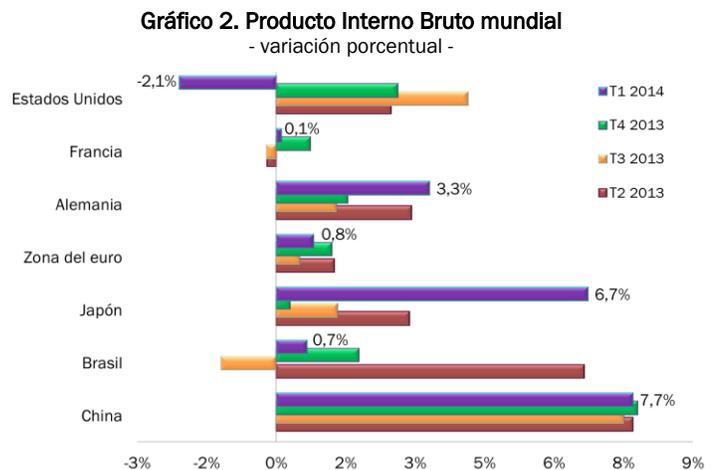
La presente revisión contempla riesgos que, de materializarse, podrían comprometer el logro de la meta inflacionaria y las proyecciones macroeconómicas. Entre estos riesgos sobresalen, además del citado desequilibrio fiscal, la lenta convergencia de las expectativas de inflación hacia la meta, efectos adversos sobre la producción del fenómeno del Niño Oscilación Sur y aumentos no previstos en precios de materias primas ante problemas geopolíticos en Europa del Este y Oriente Medio.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2014

2.1. Economía internacional

Las economías avanzadas continúan en proceso de recuperación, algunas apoyadas en una mejora cíclica y en la ejecución de medidas fiscales y monetarias.

El Producto Interno Bruto (PIB) de Estados Unidos se expandió a una tasa anual de 4,0% en el segundo trimestre, luego de contraerse en 2,1% el trimestre previo (cifra revisada por el Departamento de Comercio). Dada la evolución positiva de los indicadores de empleo, las autoridades monetarias de ese país estiman que el primer incremento en la tasa de política monetaria ocurriría en el 2015.



Fuente: Elaboración propia con base en: Principal Global Indicators (estadísticas económicas y financieras recopiladas en conjunto por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Internacional de Pagos, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, Oficina Estadística de la Comisión Europea y Banco Central Europeo) y en Bloomberg.

La recuperación económica en la Zona del euro fue resultado del dinamismo tanto de la demanda interna como la externa. El PIB creció 0,8% en el primer trimestre del 2014 (anualizado) y mejoraron los indicadores del mercado laboral (la tasa de desempleo cayó 0,3 p.p. entre enero del 2013 y mayo de este año).

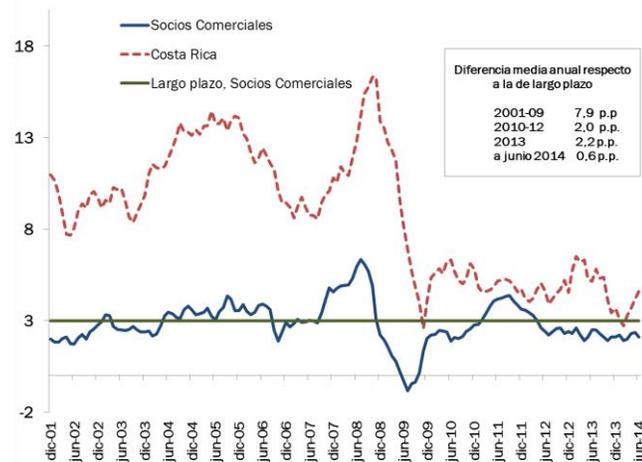
Por su parte, el grupo de economías emergentes presentaron tasas de crecimiento desaceleradas, pero aún robustas, evidenciando problemas estructurales que afectan su producto potencial en países como China. Los analistas internacionales estiman que la mejora en las previsiones de crecimiento de países avanzados impulsaría la demanda externa de los emergentes.

En materia de inflación, la mayoría de las economías avanzadas mantiene niveles bajos e incluso algunas tienen el riesgo de deflación. Esta situación preocupa, en particular, a las autoridades de la Zona del euro, cuya tasa de inflación fue 0,5% en mayo del 2014. Según el FMI las holguras en la capacidad productiva contribuyen a mantener ese comportamiento, lo cual podría dificultar la reducción de los desequilibrios en los países de esa zona.

La inflación promedio de los principales socios comerciales del país en el primer semestre del 2014 fue 2,1% (2,2% en 2013), por lo que el diferencial entre ese indicador y la tasa media de inflación local fue 1,5 p.p. (0,6 p.p. con respecto a la inflación de largo plazo de los socios comerciales, estimada en 3,0%).

Durante el lapso en comentario los flujos de capital, tasas de interés y precios de activos reflejaron expectativas de aumento en la tasa de interés en Estados Unidos (aunque en menor medida que en 2013), riesgos geopolíticos en Europa del Este y las perspectivas de desaceleración de la actividad económica en China.

Gráfico 3. Inflación de Costa Rica y principales socios comerciales
-variación interanual en porcentaje -



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.2. Economía nacional

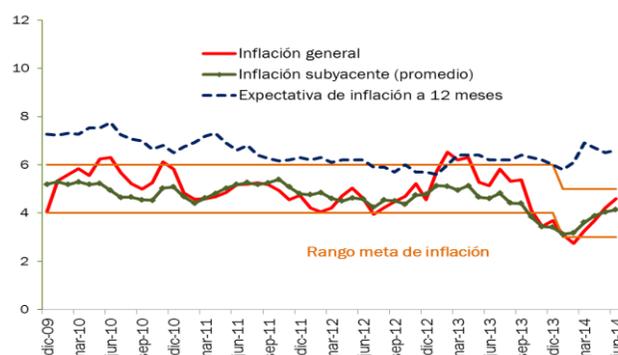
2.2.1. Inflación

La inflación, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor a junio del 2014 fue 4,6% (3,6% promedio semestral)⁷ y estuvo en el rango meta durante la mayor parte de este semestre, condición que también presentó la inflación subyacente⁸ (interanual a junio de 4,1%).

No obstante, a partir de marzo los indicadores de inflación mostraron presiones alcistas, mayores a las estimadas a inicios de año. Este comportamiento estuvo asociado, principalmente, a la variación del tipo de cambio nominal (acumulado 10,2% en el primer semestre) y el aumento en precios de algunos bienes y servicios regulados (electricidad y combustibles acumularon alrededor de 16% a junio).

El aumento en el tipo de cambio exacerbó las expectativas de variación cambiaria y, con ello la inflación esperada. Esta última variable mostró un valor medio de 6,0% en el primer bimestre y de 6,7%⁹ de marzo a junio, lo que retarda la convergencia hacia el rango meta de inflación, característica presente desde marzo del 2013.

Gráfico 4. Inflación: general, subyacente y expectativas
-variación interanual en %-



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

Cuadro 1. IPC: Indicadores de precios
- variación interanual en % a junio -

	2013	2014	Ponderaciones	
			Jul-06	Dic-13
IPC	5,1	4,6		
Regulados	12,1	4,5	21	22
Combustibles	-3,7	7,9		
Resto	18,0	3,5		
No Regulados	3,3	4,6	79	78
Bienes	1,0	4,6	53	48
Servicios	9,2	4,5	47	52
Transables	0,0	4,8	40	33
No Transables	7,9	4,5	60	67
Subyacente ^{1/}	4,6	4,1		

^{1/} Promedio simple de los indicadores: ISI, IPCX, IMT, ISI_46, reponderados por volatilidad y persistencia.
Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

⁷ De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censos, la inflación según estructura de consumo por niveles de ingreso de los hogares a junio del 2014 fue 4,1% interanual (acumulada 3,4%) para familias de ingresos bajos, mientras que para las de ingreso medio y alto fue 4,5% y 4,9%, en ese orden (acumuladas de 3,8% y 4,7%). Mayor detalle en el sitio web INEC/Estadísticas/Económicas/Índice de precios al consumidor base julio 2006: [Variaciones de precio por estrato de ingreso](#).

⁸ Medida de inflación asociada al fenómeno monetario y sobre la cual la política monetaria tiene mayor influencia. Este indicador es calculado con el promedio de la variación interanual de los índices: Subyacente de Inflación (ISI), Inflación de Media Truncada (IMT), el que excluye de la canasta del IPC los rubros de combustibles, frutas, hortalizas, leguminosas y tubérculos (IPCX), el de Exclusión de 46 artículos más volátiles del IPC (ISI_46), el de Reponderación por volatilidad (RPV) y el de Reponderación por persistencia (RPP). Estos tres últimos, de reciente elaboración, se pueden consultar en Indicadores de inflación subyacente para Costa Rica basados en exclusión y en reponderación. Documento de Investigación DI-06-2013, Departamento de Investigación Económica, BCCR; (<http://www.bccr.fi.cr/investigacioneseconomicas>).

⁹ Según la Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio, del BCCR.

Durante el lapso en comentario no se observaron presiones de inflación por demanda (estimaciones de brecha del producto negativas) ni de origen externo. Además, como se señala más adelante, los agregados monetarios y crediticios, determinantes de la inflación en el largo plazo, mostraron una trayectoria congruente con el crecimiento real del PIB y la meta de inflación, por lo cual su comportamiento no estaría generando, a futuro, presiones adicionales de demanda.

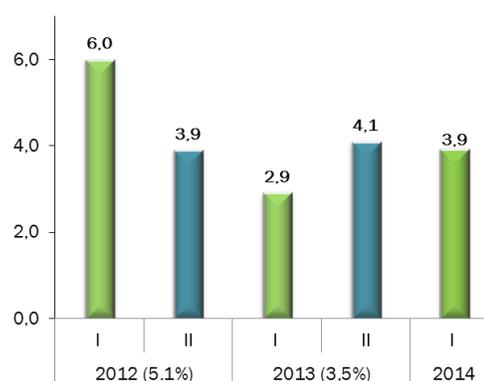
2.2.2. Actividad económica

La actividad económica del país, medida con la tendencia ciclo del Producto Interno Bruto (PIB) real, se estima creció 3,9% en el primer semestre del 2014 (4,1% en el semestre previo y 2,9% un año atrás).

Por el lado de la oferta, el crecimiento del PIB estuvo liderado por el desempeño de las industrias de servicios, destacando:

- i) Transporte, almacenamiento y comunicaciones, con un aumento de 5,5%. Sobresalen las actividades de telecomunicaciones, en especial telefonía celular e internet, y las relacionadas con transporte de carga por carretera y de pasajeros.
- ii) Comercio, restaurantes y hoteles subió 3,7% (3,2% en 2013), congruente con el crecimiento de la demanda interna. El mayor aporte provino de las ventas minoristas de aparatos eléctricos y del hogar, teléfonos celulares y pantallas de televisión; productos de plástico para la industria de la construcción y de caucho. Por su parte, el aumento de la demanda por servicios prestados al turismo receptor y de la demanda interna incidieron positivamente en las actividades de hoteles y restaurantes.
- iii) Los servicios financieros y seguros crecieron 8,4% (6,8% en 2013), como resultado de la mayor colocación de crédito y captación de fondos. También influyó el aumento en comisiones por operaciones cambiarias y tarjetas de crédito.
- iv) En el resto de servicios destacó la evolución de los comunales, sociales y personales, seguido de los servicios prestados a empresas¹⁰.

Gráfico 5. Producto Interno Bruto real ^{1/}
-variación % interanual (tendencia ciclo)-



^{1/} Preliminar 2014.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁰ El crecimiento de servicios comunales, sociales y personales (3,4%) estuvo liderado por los servicios de diversión y esparcimiento, médicos e instrucción privada. Por su parte, los servicios empresariales crecieron 3,2% (9,2% en 2013) ante la menor demanda externa por servicios de centros de llamadas y el crecimiento moderado de la demanda interna por servicios de vigilancia y aseo.

La construcción creció 3,0% (3,2% en 2013) explicado por el aumento de la construcción con destino privado (5,2%) de obras habitacionales y de uso mixto. En tanto la construcción con destino público mostró una caída de 2,1%, principalmente por la menor ejecución presupuestaria de proyectos hidroeléctricos. La evolución de indicadores relacionados con esta industria, como el crédito para vivienda, la producción de insumos para construcción, la solicitud de permisos de construcción y el empleo fue congruente con lo señalado anteriormente.

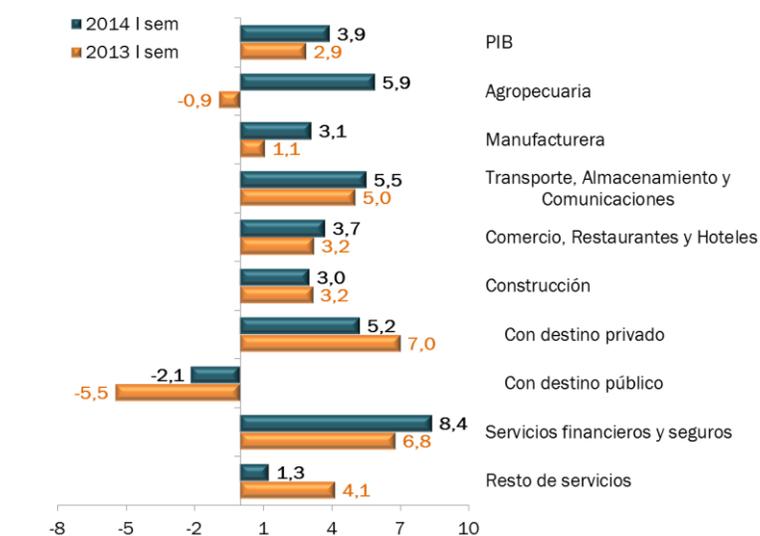
La producción agropecuaria aumentó 5,9% (-0,9% en 2013), resultado de la recuperación en los cultivos de piña, banano¹¹, melón¹² y café¹³.

La manufactura creció 3,1% (1,1% en 2013), especialmente por la mejora en las ventas de empresas adscritas al régimen definitivo, de productos plásticos, café, farmacéuticos, llantas y prendas de vestir. A lo anterior se sumó el mejor desempeño que desde el segundo semestre del 2013 han mostrado las ventas de empresas adscritas al régimen de zonas francas¹⁴.

Desde el punto de vista de los componentes del gasto, al igual que en 2013, en el primer semestre del 2014 la mayor contribución al PIB real provino de la demanda interna, con un aporte de 2,7 p.p. (la demanda externa neta contribuyó con 1,2 p.p.).

En el crecimiento de la demanda interna fue determinante el aporte del gasto en consumo de los hogares (2,3 p.p.), seguido por la formación bruta de capital y del consumo de Gobierno (ambos con 0,2 p.p.)¹⁵.

Gráfico 6. Valor agregado por industrias
-variación porcentual interanual (serie tendencia ciclo)-



*/ Incluye servicios de electricidad, agua, servicios prestados a empresas, actividades inmobiliarias, administración pública, servicios comunales, sociales y personales.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹¹ La actividad de piña creció 10,4% (2,0% en 2013), producto de mejoras en la calidad de la fruta y mayor inducción al ritmo de floración natural de la planta. En cuanto a la producción de banano (11,7% contra 6,1% un año atrás), las condiciones climáticas favorecieron un aumento en la productividad. Ambas actividades alcanzaron el máximo de hectáreas cultivadas, de forma que su crecimiento estuvo sustentado en el mayor rendimiento por área de cultivo.

¹² El cultivo de melón, luego de tres años consecutivos de caídas, creció 13,0% por mejora en productividad.

¹³ El resultado positivo en café (0,1% contra -1,7% en 2013) respondió a programas de atención técnica para combatir el efecto del hongo de la roya y a la recuperación en el precio internacional que permitió dedicar más recursos al cuidado de plantaciones.

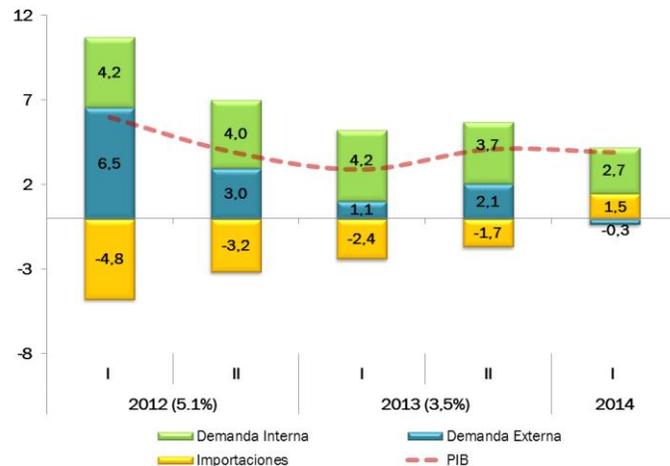
¹⁴ Principalmente las que producen instrumentos y aparatos odontológicos, equipo de infusión y transfusión de sueros, cables y conductores eléctricos, bolsas, placas y láminas plásticas.

¹⁵ Estos aportes fueron de 2,0, 0,3 y 1,9 p.p. respectivamente, en 2013.

El gasto en consumo de los hogares aumentó 3,6% (3,1% en 2013), lo que va en línea con la mejora que muestra la Encuesta de Confianza del Consumidor¹⁶, principalmente, por el mayor consumo de bienes de origen importado (productos farmacéuticos, vehículos, alimentos, tejidos y prendas de vestir) y, servicios de telecomunicaciones (internet y telefonía celular). Además, este comportamiento es congruente con la evolución del ingreso disponible (5,2%) y las condiciones favorables de acceso al financiamiento bancario.

Gráfico 7. Contribución al crecimiento del PIB real según componentes del gasto

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crecimiento en la formación bruta de capital de 6,1% (12,8% en 2013)

reflejó el comportamiento de: i) las industrias manufacturera y de comunicaciones, en rubros de equipo para electricidad y telecomunicaciones; ii) el avance en obras de construcción para la solución habitacional y de uso mixto y; iii) la construcción y rehabilitación de vías de comunicación terrestre (carreteras y puentes), obras de infraestructura hospitalaria y proyectos de agua potable y saneamiento. Estos efectos fueron parcialmente compensados por la menor inversión privada en maquinaria y equipo de origen importado utilizados en la industria manufacturera y la actividad de transporte y almacenamiento.

El consumo del Gobierno General creció 3,1% (3,6% el año previo). La desaceleración provino de menores compras de bienes y servicios y del menor crecimiento en la contratación de plazas.

La demanda externa por bienes y servicios decreció 0,6% durante el primer semestre de 2014 (1,9% en 2013), situación asociada, en especial, con la reducción en las ventas de microcomponentes electrónicos¹⁷ y alcohol¹⁸. El comportamiento señalado fue atenuado por las mayores ventas de empresas del régimen definitivo, principalmente de productos agrícolas (piña, banano y melón) y por los servicios vinculados al turismo receptor y los de informática.

¹⁶ Elaborada por la Universidad de Costa Rica. El nivel del índice en noviembre del 2013 fue de 37,9, y de 46,5 y 49,8 en febrero y mayo del 2014, en ese orden; ello reversó el comportamiento a la baja observado en el 2013.

¹⁷ Asociada con la estrategia global de reestructuración de la empresa Intel, que implicó el traslado de operaciones de ensamblaje y pruebas a Asia.

¹⁸ En el 2013 las ventas de alcohol amparadas al régimen de perfeccionamiento activo se concentraron en el primer semestre, en tanto que en el 2014 no se registran ventas de este producto.

Las importaciones de bienes y servicios cayeron 2,8% (crecimiento de 4,5% en 2013). Según destino económico, la caída estuvo concentrada en las compras de insumos para la industria eléctrica y electrónica de empresas de regímenes especiales, efecto atenuado por la mayor adquisición de materias primas plásticas, metalúrgicas, productos plásticos, alimenticios y vehículos; así como por las mayores compras (3,2%) de servicios de transporte y viajes por parte de los residentes.

El comportamiento del empleo estuvo acorde con la evolución de la actividad económica. En el primer trimestre del 2014 la tasa neta de participación fue de 63,9% (61,8% en igual lapso de 2013), como resultado del incremento en la población económicamente activa

(PEA), tanto por la incorporación de personas anteriormente inactivas (52.459) como por el aumento de personas en edad de trabajar que encontraron empleo o al menos realizaron gestiones para conseguirlo (63.493).

La mayor cantidad de personas incorporadas a la PEA (100.018) encontró empleo, lo que representó una variación interanual de 5,0%; no obstante, con el aumento de desocupados (7,6%), la tasa de desempleo fue 9,7% (9,5% primer trimestre de 2013).

Entre las actividades que generaron mayores fuentes de empleo están el comercio, actividades profesionales científicas y técnicas y los hogares como empleadores.

Las personas desocupadas se caracterizaron, en mayor medida, por: i) pertenecer al grupo entre 15 a 24 años de edad (47,5%), ii) tener hasta educación secundaria (79,7%), iii) ser costarricenses (90,3%), iv) ser residentes de zonas urbanas (77,1%) y, v) tener menos de tres meses de estar desocupados (52,5%).

2.2.3. Balanza de pagos

Las transacciones del país con el resto del mundo durante el primer semestre del 2014 se caracterizaron por un déficit en la cuenta corriente similar al observado en igual lapso del 2013, en tanto los flujos de capital, aunque menores, fueron suficientes para financiar esta brecha y aumentar el saldo de reservas internacionales netas (RIN).

El déficit en la cuenta corriente alcanzó 2,2% del PIB, resultado del mayor desbalance del intercambio de bienes y el pago neto a los factores productivos de no residentes respecto al de 2013; estos efectos fueron compensados por el mejor desempeño de los servicios y las transferencias corrientes. Los flujos de ahorro externo fueron suficientes para financiar el déficit en la cuenta corriente y acumular activos de reserva por EUA\$163 millones.

Cuadro 2. Indicadores de empleo

Año	Población en condición de actividad ^{1,2}	Fuerza de trabajo ¹	Tasa neta de participación (%)	Ocupados ¹	Desocupados ¹	Tasa de desempleo abierto (%)
I 2013	3.576.376	2.210.265	61,8	2.000.783	209.482	9,5
II 2013	3.588.777	2.262.770	63,1	2.025.159	237.611	10,5
III 2013	3.599.714	2.236.804	62,1	2.040.012	196.792	8,8
IV 2013	3.611.788	2.285.529	63,3	2.099.598	185.931	8,1
I 2014	3.639.869	2.326.217	63,9	2.100.801	225.416	9,7

1/ Número de personas.

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

Fuente: Encuesta Continua de Empleo, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

En el comercio de bienes destacó la caída en exportaciones e importaciones de empresas adscritas a regímenes especiales; en particular, las productoras de componentes electrónicos, microprocesadores y alcohol. En contraste, en el régimen definitivo las compras aumentaron casi 4% con respecto al primer semestre del 2013 (EUA\$24,2 millones por factura petrolera, menos de 0,1% del PIB).

El grupo de servicios siguió como el más dinámico de la cuenta corriente, con una tasa interanual de 9,2%, explicada por la evolución favorable de actividades de informática y procesamiento de información, apoyo empresarial y turismo receptivo; estos rubros propiciaron un mayor superávit respecto al observado en igual lapso del 2013.

El país tuvo acceso al ahorro externo tanto para el sector público como privado, aunque en menor medida que lo ocurrido en el primer semestre del 2013. En el 2014 el flujo neto de capital representó 2,5% del PIB (4,3% en 2013). En las operaciones del sector público destacó la colocación de bonos externos por parte del Gobierno Central (EUA\$1.000 millones) y la cancelación del bono serie BDE-2014 por EUA\$250 millones. A pesar de los menores flujos de inversión extranjera directa, esta modalidad continuó como la principal fuente de ahorro externo y compensó, en parte, la salida neta en otros sectores de la economía.

El balance neto de las transacciones reales y financieras de la balanza de pagos llevó a un incremento en el saldo de reservas internacionales netas (RIN) de EUA\$163 millones. Ese saldo fue equivalente a 14,6% del PIB, 6,1 meses de las importaciones de mercancías generales y 2,1 veces el saldo de la base monetaria amplia.

2.2.4. Finanzas públicas

Según información preliminar a junio del 2014, el déficit financiero acumulado del Sector Público Global Reducido fue equivalente a 2,0% del PIB, inferior en 0,5 p.p. al observado en igual lapso del 2013. Dicho resultado estuvo determinado, principalmente, por la mejora en las finanzas de las instituciones del resto del sector público no financiero y del Banco Central, que fue parcialmente compensada por el mayor déficit del Gobierno Central.

Cuadro 3. Balanza de Pagos ^{1/}
-millones de dólares y % del PIB -

	2013			2014
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem
Cuenta corriente/PIB anual	-2,2%	-2,9%	-5,1%	-2,2%
Cuenta corriente	-1.080	-1.442	-2.522	-1.092
Bienes	-3.048	-3.417	-6.465	-3.074
Exportaciones FOB	5.812	5.730	11.542	5.674
Importaciones CIF	8.859	9.147	18.006	8.748
De los cuales hidrocarburos	1.218	964	2.182	1.242
Servicios	2.405	2.412	4.817	2.626
De los cuales viajes	1.201	935	2.136	1.326
Renta y transferencias	-438	-437	-875	-645
Cuenta de capital y financiera	2.119	864	2.983	1.255
Sector público	1.111	140	1.251	718
Sector privado	1.008	724	1.732	537
De los cuales IED	1.358	1.356	2.714	994
Activos de reserva	-1.039	578	-461	-163
(-aumento, + disminución)				

^{1/} Datos estimados para 2014.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 4. Resultado Financiero Sector Público Global
-acumulado a junio como % del PIB-

	2013	2014
Sector Público Global	-2,5	-2,0
Banco Central	-0,4	-0,3
Sector Público no Financiero	-2,2	-1,6
Gobierno Central	-2,3	-2,6
<i>Resultado Primario</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,4</i>
Resto del SPNF ^{1/}	0,2	0,9

^{1/} Cifras preliminares.

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

En particular, el Gobierno Central acumuló en el primer semestre del 2014, un déficit de 2,6% del PIB (2,3% en 2013). El comportamiento de los ingresos y gastos (excluido el servicio de intereses) llevó a un déficit primario de 1,4% del PIB, superior en 0,3 p.p. al de un año antes.

La expansión del gasto gubernamental continuó determinada, según los aportes a la tasa de variación total, por el crecimiento de las transferencias corrientes (11,8%), remuneraciones (7,7%) y gastos de capital (46,8%). Atenuó este efecto, la reducción (0,3%) del servicio de intereses de la deuda interna, asociada a la baja de las tasas de interés internas en el segundo semestre del 2013.

En los ingresos destacó el menor crecimiento de la recaudación por los impuestos de renta y ventas (5,9% y 5,5% respectivamente), pero en especial sobresalió la desaceleración en el rubro de “otros ingresos tributarios”¹⁹ (6,3% contra 22,7% en 2013). Este efecto fue parcialmente compensado por los tributos de aduanas (rubro que representa casi el 26% del total de ingresos), en parte explicado por el efecto del aumento del tipo de cambio sobre el valor de las importaciones.

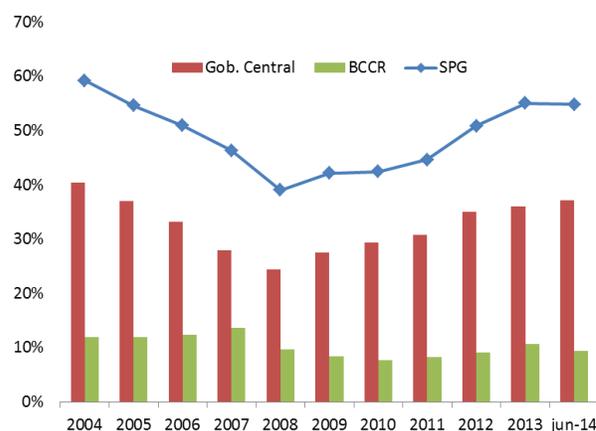
Por su parte, el déficit financiero del Banco Central acumulado a junio fue ₡93.076 millones (según metodología cuentas monetarias), inferior al observado en 2013 (0,3% del PIB contra 0,4% hace un año). Este resultado estuvo influido por el menor diferencial entre el costo medio de la captación medio y el rendimiento de los activos externos (7,4 p.p. contra 7,9 p.p. en 2013).

El resto del sector público no financiero reducido (RSPNFR)²⁰, se estima acumuló este semestre un superávit financiero equivalente a 0,9% del PIB (superior en 0,7 p.p. al observado en igual período del 2013). Dicho resultado se asoció especialmente a la mejora en las finanzas de la Caja Costarricense del Seguro Social, la cual continuó con sus medidas de contención del gasto y, el Instituto Costarricense de Electricidad por mayores ingresos percibidos por servicios de electricidad.

Por otra parte, el saldo de la deuda bruta total del Sector Público Global²¹ ascendió a ₡14,9 billones a junio del 2014, equivalente a 54,8% del PIB y significó un incremento anual de 2,4 p.p. con respecto a junio del 2013.

Gráfico 8. Deuda del Sector Público Global

-Saldos como proporción del PIB -



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

¹⁹ Incluye los impuestos al tabaco, a las sociedades anónimas, el solidario y a los combustibles.

²⁰ Incluye la muestra conformada por Caja Costarricense del Seguro Social, Instituto Costarricense de Electricidad, Consejo Nacional de Producción, Refinadora Costarricense de Petróleo, Junta Protección Social de San José e Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados.

²¹ Deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y algunas instituciones del resto del sector público.

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

En el primer semestre del 2014, los agregados monetarios y crediticios mostraron tasas de crecimiento congruentes con lo previsto en la programación macroeconómica, por lo que por esta vía no se generaron presiones adicionales de demanda agregada.

No obstante, a nivel de composición por monedas hubo diferencias en relación con lo programado el pasado mes de enero. Ante el incremento en el tipo de cambio, concentrado en el primer trimestre del 2014, que exacerbó las expectativas de variación cambiaria y de inflación, los agentes económicos mostraron una mayor preferencia por instrumentos de ahorro denominados en moneda extranjera y por operaciones de crédito en moneda nacional, comportamiento que se moderó hacia finales del período²².

En términos relativos hubo una mayor dolarización en agregados monetarios líquidos, toda vez que el componente en dólares del medio circulante ampliado (promedio de saldos diarios) pasó de 36,1% en diciembre 2013 a 40,1% en junio 2014, en tanto que en agregados amplios como la liquidez y la riqueza financiera total estas relaciones aumentaron en 1,9 p.p. y 1,6 p.p., 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/}
2012												
Ene - Jun	10,4	2,8	7,0	11,3	1,8	7,3	16,8	5,6	13,2	13,7	16,0	14,6
Jul - Dic	8,5	0,9	5,3	15,9	5,8	11,9	20,0	7,9	16,2	12,1	16,7	14,0
Ene - Dic	9,4	1,9	6,2	13,6	3,8	9,6	18,4	6,7	14,7	12,9	16,4	14,3
2013												
Ene - Jun	10,6	-0,7	5,8	18,3	6,6	13,6	20,2	7,7	16,4	8,9	19,1	13,0
Jul - Dic	13,2	5,2	9,9	15,6	8,0	12,7	15,8	6,0	13,0	8,6	18,2	12,5
Ene - Dic	11,9	2,2	7,9	16,7	7,5	13,1	18,0	6,9	14,7	8,8	18,6	12,8
2014												
Ene - Jun	15,3	11,5	13,8	11,0	9,9	10,6	13,2	7,6	11,6	14,5	14,0	14,3

1/ Comprende BCCR, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de vivienda y Caja de Ande. Cifras preliminares: BCCR al 30/06/14, bancos al 27/06/14 y resto de entidades al 30/04/14.

2/ Numerario en poder del público y depósitos en moneda nacional y extranjera (cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados).

3/ Expresado en dólares de Estados Unidos de América.

4/ Incluye captación de entes supervisados, BCCR y Gobierno.

5/ Cuando el agregado incluye instrumentos en moneda extranjera, no contempla efecto por variación cambiaria.

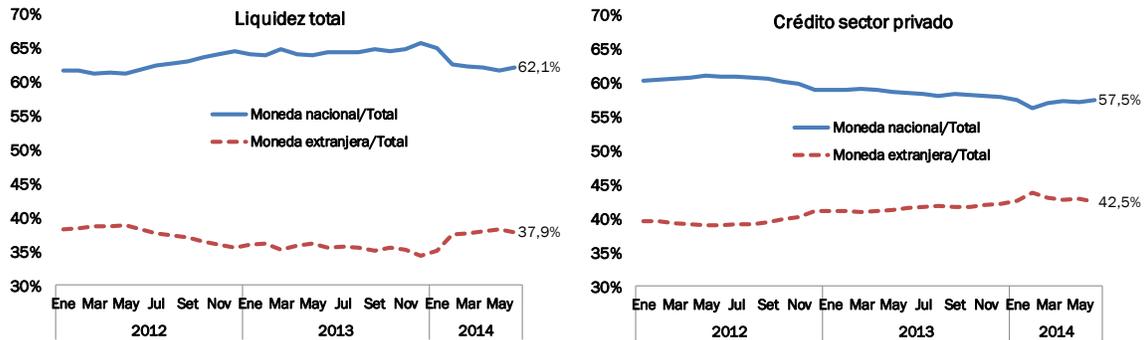
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por su parte, la base monetaria registró en el semestre una caída de \$92.039 millones. La principal fuente de contracción fue la venta neta de divisas por la intervención del Banco Central con fines de estabilización; también incidió la cancelación de títulos de propiedad y el aumento de depósitos del Gobierno Central. El impacto de esos factores fue neutralizado parcialmente con la inyección de liquidez asociada al déficit del Banco Central, a créditos netos de muy corto plazo en

²² El hecho de que el ahorro financiero continúe con crecimientos acordes con lo previsto y que el aumento en el tipo de cambio a inicios del 2014 sólo se manifestara en un cambio en la composición por monedas, es una señal de la confianza de los agentes económicos en la estabilidad del sistema financiero costarricense.

el Mercado Integrado de Liquidez y a la reducción de obligaciones en moneda nacional (Bonos de Estabilización Monetaria y Depósitos Electrónicos a Plazo).

Gráfico 9. Composición por moneda de la liquidez total y del crédito al sector privado



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crédito al sector privado creció a una tasa media anual de 14,3% (1,3 p.p. mayor a lo observado en igual lapso del 2013). Esa tasa es acorde con la meta de inflación, el proceso de profundización financiera característico de los últimos años²³ y ha sido congruente con el crecimiento de la actividad económica. Esa tasa puso de manifiesto el mayor impulso en operaciones denominadas en colones, lo cual atenúa el riesgo señalado por esta Entidad en programas macroeconómicos previos, relacionado con el otorgamiento de crédito en moneda extranjera a agentes cuya principal fuente de ingreso es en colones²⁴.

A partir del estado de origen y aplicación de fondos del primer semestre del 2014 se identifica que, los intermediarios financieros atendieron sus operaciones de crédito en colones con recursos provenientes de la liquidación de títulos públicos y la captación de depósitos. En tanto, la disponibilidad de recursos en dólares les permitió aumentar la tenencia de activos externos y de títulos fiscales, toda vez que el saldo de crédito en esta moneda tan solo acumuló 1,3% en el semestre.

²³ El saldo promedio de crédito sector privado respecto al PIB se incrementó a razón de 2 p.p. anual entre 2003 y 2013. En el 2013 esa razón alcanzó 46,8%.

²⁴ Este comportamiento también responde a medidas por parte del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (artículo 7, de la sesión 1058-2013 del 19/08/2013), que buscaron, entre otros, aplicar un análisis de tensión para operaciones de crédito en dólares, reforzar políticas de gobierno corporativo y de gestión de riesgos. Además, la información preliminar disponible para los indicadores de mora crediticia (saldo en mora/saldo de crédito) muestra que, a pesar del incremento en el tipo de cambio observado en el primer trimestre, éstos no evidencian deterioro; sin embargo debe también tenerse en cuenta que estos resultados están afectados por el mayor saldo de crédito.

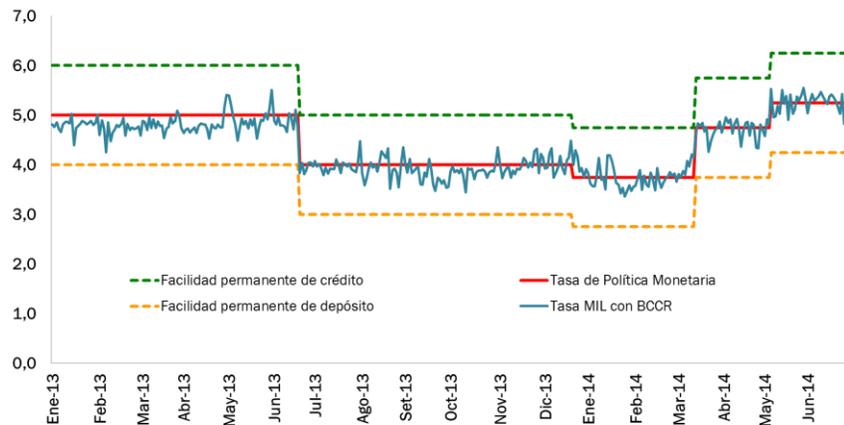
En cuanto a tasas de interés y tipo de cambio, los hechos destacables para este semestre fueron:

- i) Las tasas de interés mostraron un comportamiento gradual al alza.

El comportamiento de las expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio en el primer trimestre del 2014, motivó a la Junta Directiva a incrementar en dos ocasiones la Tasa de política monetaria²⁵, con el fin de contener efectos de segunda ronda ante la lenta convergencia de las expectativas a la meta de inflación.

Este ajuste quedó de manifiesto en el costo de la liquidez y, gradualmente se ha ido manifestando en las tasas de interés del sistema financiero. La Tasa Básica Pasiva terminó el semestre en 6,95% anual, 45 p.b. por encima de la registrada al término del 2013. Un ajuste similar registró el promedio de tasas de interés activas del sistema financiero.

Gráfico 10. Tasas de interés en el Mercado Integrado de Liquidez
-en porcentajes-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- ii) El tipo de cambio mostró en el primer semestre del año presiones alcistas en relación con lo observado en los años previos, presiones concentradas en el primer trimestre.

En efecto, en el primer trimestre del año esta variable acumuló una variación de 10,2% acompañada de mayor volatilidad²⁶, en tanto que a partir de abril se caracterizó por una relativa estabilidad.

²⁵ En la sesión 5640-2014 del 13 de marzo la incrementó de 3,75% a 4,75%, vigente a partir del 13 de marzo. En tanto que, en la sesión 5647-2014 del 6 de mayo dispuso ubicar la TPM en 5,25% a partir del 07 de mayo.

²⁶ El coeficiente de variación fue de 0,26% en el 2013 y de 3,96% y 0,72% en el primer y segundo trimestres del 2014.

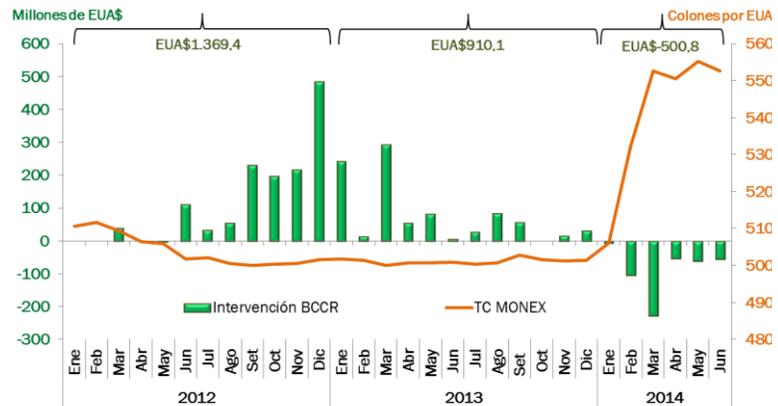
La evolución del tipo de cambio en este lapso requirió de las siguientes acciones por parte del Banco Central:

- A partir del 29 de enero último, siguiendo los criterios técnicos definidos por la Junta Directiva, el Banco Central intervino para atenuar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio observadas durante el día.

En el primer semestre estas intervenciones alcanzaron EUA\$508,2 millones²⁷, de los cuales 66% fueron realizadas en el primer trimestre (mayor detalle en [Regla intervención intradía](#)).

- Dado que los movimientos en el tipo de cambio hasta inicios de marzo (dirección y velocidad) excedían el comportamiento de las variables que determinan su tendencia de mediano plazo, la Junta Directiva autorizó una modalidad adicional de intervención intrabanda, para corregir fluctuaciones significativas del tipo de cambio sobre su tendencia de mediano y largo plazo (mayor detalle en [Regla intervención entre días](#)). Este tipo de intervención no ha sido utilizada.

Gráfico 11. Evolución del tipo de cambio Monex e intervención del BCCR
-millones de EUA\$ y colones por EUA\$-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 6. Intervención neta del Banco Central en el mercado cambiario en el 2014
-millones de EUA\$-

	Por volatilidad ^{2/}		Requerimientos del SPNB ^{3/}	Total
	Público	Privado		
Enero	-3,9	-1,0		-4,9
Febrero	-16,2	-88,0		-104,2
Marzo	-38,7	-187,1		-225,8
Abril	-49,6	-2,1		-51,7
Mayo	-46,4	-14,2		-60,6
Junio	-58,1	-3,0	7,5	-53,6
Del 1 al 28 Jul	0,0	14,4	-29,7	-15,3
Acumulado	-212,8	-281,0	-22,3	-516,1

^{1/} Signo positivo indica compra neta.

^{2/} Según artículo 5 de la sesión 5300-2006.

^{3/} Según artículo 10 de la sesión 5651-2014.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁷ Hasta el 28 de julio estas intervenciones fueron de EUA\$493,8 millones.

- Dado que las operaciones de divisas del Sector Público no Bancario²⁸ tienen un peso relativamente alto en el mercado cambiario (como demandante neto²⁹) y, la evidencia empírica señala que existe poca correspondencia entre estas operaciones y la estacionalidad de los flujos de divisas del sector privado³⁰, la Junta Directiva dispuso atender directamente el requerimiento neto de divisas de estos entes con reservas internacionales y acudir al mercado para restituir esos recursos cuando exista disponibilidad suficiente en la liquidación de divisas por parte del sector privado (mayor detalle en [Operaciones sector público no bancario](#)). Al 28 de julio último, estas operaciones implicaron una venta neta de EUA\$22,3 millones, equivalente a 0,4% del saldo de Reservas internacionales adecuadas.

3. REVISIÓN DEL PROGRAMA MACROECONÓMICO 2014-2015

3.1. Objetivos y medidas de política

La revisión del Programa Macroeconómico para lo que resta del bienio 2014-2015 contempla la recuperación gradual en el ritmo de crecimiento mundial con riesgos a la baja; el efecto en los mercados financieros internacionales del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos; así como los resultados de las medidas de política del Banco Central.

Los organismos internacionales y agencias especializadas prevén un crecimiento de la actividad económica mundial en el 2014-2015 superior a lo observado el año previo, ante un mayor impulso de las economías avanzadas³¹.

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

	Fondo Monetario Internacional			Banco Mundial			Consensus Forecasts		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Mundo	3,2	3,4	4,0	2,4	2,8	3,4	2,5	2,6	3,2
Economías avanzadas	1,3	1,8	2,4	1,3	1,9	2,4	n.d	n.d	n.d
Estados Unidos	1,9	1,7	3,0	1,9	2,1	3,0	1,9	1,6	3,0
Zona del euro	-0,4	1,1	1,5	-0,4	1,1	1,8	-0,4	1,1	1,6
Alemania	0,5	1,9	1,7	n.d	n.d	n.d	0,4	2,0	2,0
Francia	0,3	1,7	1,4	n.d	n.d	n.d	0,4	0,7	1,2
Japón	1,5	1,6	1,1	1,5	1,3	1,3	1,5	1,5	1,3
Países emergentes y en vías de desarrollo	4,7	4,6	5,2	4,8	4,8	5,4	n.d	n.d	n.d
China	7,7	7,4	7,1	7,7	7,6	7,5	n.d	n.d	n.d
América Latina	2,6	2,0	2,6	2,4	1,9	2,9	2,7	1,7	2,6
Brasil	2,5	1,3	2,0	2,3	1,5	2,7	2,5	1,1	1,5

Fuente: Global Economic Prospects (BM) de junio 2014 y World Economic Outlook (FMI) y Consensus Forecasts ambos de julio 2014.

²⁸ De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 89 de la Ley Orgánica del Banco Central, éste participa en el mercado cambiario como gestor de la compra y venta de divisas para el Sector Público no Bancario.

²⁹ La ejecución de un requerimiento neto de divisas del SPNB alto puede presentarse en un momento en que, por consideraciones de estacionalidad, el mercado cambiario privado es poco líquido, con efectos directos y temporales sobre el tipo de cambio. De igual forma, podría presentarse una venta neta de divisas del SPNB en periodos en los que el mercado privado de cambios es superavitario, lo que alimentaría las presiones a la baja en el tipo de cambio.

³⁰ Pueden identificarse patrones de regularidad en el mercado cambiario entre meses, semanas y días, información que el Banco Central ha puesto a disposición del público en su sitio web.

³¹ Sin embargo, no descartan el riesgo de un menor crecimiento mundial ante: i) un entorno de menor liquidez internacional, ii) mayor desaceleración de la actividad económica en países emergentes; iii) riesgos de deflación, particularmente en la Zona del euro y; iv) aumentos en precios de materias primas, como hidrocarburos y cereales.

Pese al mayor nivel de actividad económica mundial, se estima que la producción local durante el 2014-2015 estaría impulsada, principalmente, por el gasto interno, apoyado por el mayor ingreso disponible y la mejora en términos de intercambio. No obstante, existen condicionantes internos de oferta que podrían limitar este comportamiento.

Entre esos riesgos destacan el asociado al traslado de operaciones de manufactura de la empresa Intel y el efecto del fenómeno climático El Niño Oscilación Sur sobre la actividad agropecuaria. Adicionalmente, las presiones del financiamiento del déficit fiscal podrían encarecer el costo de los recursos para el sector privado y limitar la inversión pública.

En este contexto y en acato a lo dispuesto en el artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central, la programación macroeconómica define como objetivos prioritarios preservar la estabilidad interna y externa de la moneda y asegurar su conversión a otras monedas.

Particularmente, en materia de estabilidad interna, la Junta Directiva mantiene la meta de inflación, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor, anunciada a inicios de año, esto es, 4% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p..

Esta decisión se adoptó aun cuando existe una alta probabilidad de que en los próximos meses se presenten desvíos transitorios con respecto a esa meta, y se fundamentó en las siguientes razones:

- i) Los indicadores monetarios y crediticios evolucionan acorde con esa meta, por lo que no generarían a futuro presiones adicionales de inflación por demanda agregada.
- ii) El incremento en la inflación en el primer semestre del 2014 respondió, en buena medida, a los aumentos en tarifas de bienes y servicios regulados y en el tipo de cambio. A pesar de que estos efectos son transitorios; han tenido una incidencia incremental en las expectativas inflacionarias, con el riesgo de que generen efectos de segunda ronda sobre la inflación. Sin embargo, la Junta Directiva estimó procedente dar espacio para que los ajustes en la TPM aplicados en el primer semestre generen los resultados esperados y que la inflación retorne al rango meta en el 2015.
- iii) Mantener la meta es congruente con la visión institucional de mediano plazo, de buscar la convergencia gradual de la inflación local hacia la de los principales socios comerciales.

Se reconoce que mantener una inflación baja y estable contribuye con la estabilidad de variables macroeconómicas como tasas de interés y tipo de cambio, lo que favorece la toma de decisiones de ahorro e inversión y, por ende el crecimiento económico y la generación de empleo. Además, reduce la carga del impuesto inflacionario y desincentiva la dolarización de la economía, ampliando con ello los grados de libertad de la política monetaria.

- iv) La evidencia internacional señala que los países pueden enfrentar choques de inflación ajenos al control monetario, que les desvíen transitoriamente de su rango meta de inflación. Ante eventos de carácter transitorio los bancos centrales suelen mantener su meta de inflación.

En materia de estabilidad externa, el Banco Central contribuirá a que existan condiciones para que la economía sea capaz de atraer el ahorro externo de largo plazo requerido para financiar la brecha en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Para alcanzar los objetivos planteados en la revisión del Programa Macroeconómico 2014-2015 se requiere la aplicación de las siguientes medidas de política monetaria y cambiaria:

- i) Mantener la tasa de encaje mínimo legal en 15%, tanto para operaciones denominadas en colones como en moneda extranjera.
- ii) Continuar con la gestión activa de liquidez, mediante la participación del Banco Central en el Mercado Integrado de Liquidez. Con ello busca que la tasa de interés de corto plazo se posicione como principal instrumento de política monetaria.

La Tasa de política monetaria vigente a la fecha de esta revisión es 5,25%; sin embargo se aplicarán los cambios necesarios en la medida en que la evolución de los determinantes macroeconómicos de la inflación así lo requiera.

- iii) Para una adecuada administración de la deuda, mantendrá la coordinación con el Ministerio de Hacienda y la estrategia de evitar la concentración de vencimientos en fechas focales y promover la colocación de instrumentos de deuda a plazos mayores.

Se reconoce que el efecto monetario contractivo asociado a la venta de divisas realizada en el primer semestre del año favorece esta estrategia, en el tanto la menor presión para colocar instrumentos de deuda abrió espacios para extender el plazo de vencimiento de estas obligaciones.

- iv) La constitución de la reserva de liquidez en moneda nacional³² en depósitos en el Mercado Integrado de Liquidez para fortalecer el control monetario. Esta medida fue enviada en consulta pública en la tercera semana de julio (mayor detalle en [Cambio en Regulaciones de Política Monetaria](#)).
- v) Mantener en el corto plazo el compromiso con los parámetros de la banda cambiaria hasta tanto se den las condiciones para migrar a un esquema de mayor flexibilidad cambiaria.

En un contexto de retiro del estímulo monetario en economías avanzadas como Estados Unidos y de incrementos previsibles en las tasas de interés internacional, se reduce el riesgo de que el tipo de cambio vuelva a ubicarse en el extremo inferior de la banda. Esta condición abre espacios para que el Banco Central evalúe una salida ordenada del esquema de banda cambiaria. Es claro que la adopción de un régimen de mayor flexibilidad se haría acompañar de intervenciones de esta Entidad en el mercado cambiario con las reglas vigentes.

³² De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 117 de la Ley Orgánica del Banco Central, esta Entidad puede eximir de la aplicación del encaje mínimo legal a las cooperativas de ahorro y crédito, asociaciones solidaristas y entes similares. Establece la ley que en estos casos les aplica una reserva de liquidez en igual porcentaje al definido para el encaje y que las condiciones en que se debe mantener esa reserva de liquidez las define el Banco Central.

El régimen cambiario que existe, de hecho, en Costa Rica es de flotación. En consecuencia en las actuales circunstancias mantener la banda cambiaria no contribuye a la estabilidad cambiaria. Además, se estima que la amplitud de la banda (68,1% al 28 de julio del 2014) no solo hace que esos parámetros sean irrelevantes, sino también pueden exacerbar movimientos en las expectativas cambiarias disonantes con el entorno macroeconómico.

- vi) Mantener un nivel de reservas internacionales netas acorde con los requerimientos de la economía, en torno a 13,8% del PIB en este lapso. Para ello se aplicará un programa de compra de reservas internacionales para el lapso agosto 2014-diciembre 2015, por un monto máximo de EUA\$250 millones. Estas compras se realizarían atendiendo los costos (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) y beneficios (blindaje ante choques externos).

Con el cumplimiento de los objetivos prioritarios (estabilidad interna y externa del colón), el Banco Central contribuye a promover el ordenado desarrollo de la economía costarricense, a fin de lograr la ocupación plena de los recursos productivos y la estabilidad del sistema financiero costarricense, objetivos subsidiarios definidos en el artículo 2 de la Ley Orgánica de esta Entidad.

3.2. Proyecciones macroeconómicas 2014-2015

En lo que resta del lapso 2014-2015, la evolución de la economía costarricense continuará condicionada por un contexto internacional caracterizado por un crecimiento moderado con riesgos a la baja y por mercados financieros en espera de incrementos en la tasa de interés.

Las proyecciones para Costa Rica señalan que la expansión de la producción en el 2014 vendría impulsada por el gasto interno, apoyado por incrementos en el ingreso disponible y una mejora en términos de intercambio. Para el 2015 se pronostica un menor crecimiento del PIB como resultado, en mayor medida, de condicionantes internos de oferta, que limitarían el desempeño de las exportaciones y de la demanda interna, particularmente el retiro del componente de manufactura de la empresa Intel, el fenómeno climatológico El Niño Oscilación Sur y el menor nivel de inversión en obra pública.

Cuadro 8. Producto Interno Bruto y valor agregado por industria
-variación porcentual interanual-

	2013	2014	2015
Producto Interno Bruto real	3,5	3,6	3,4
Agricultura, silvicultura y pesca	-0,1	4,0	2,8
Manufactura	4,1	2,0	1,6
Construcción	2,4	3,2	1,3
Comercio, restaurantes y hoteles	3,1	3,8	3,6
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4,9	5,6	5,8
Intermediación financiera y seguros	7,0	8,1	7,7
Otros servicios prestados a empresas	5,5	5,5	6,2
Resto ^{1/}	2,4	1,7	2,0

^{1/}Incluye minas y canteras; servicios de electricidad y agua; actividades inmobiliarias; servicios de administración pública; y servicios comunales, sociales y personales.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El PIB real crecería 3,6% en el 2014, inferior en 0,2 p.p. a lo proyectado en el mes de enero. Para el 2015 esa tasa pasaría de 4,1% a 3,4%. En ambos años la revisión a la baja responde a la desaceleración en las actividades de manufactura y construcción.

Por actividades, la producción estaría liderada por las industrias de transporte, almacenamiento y comunicaciones³³; comercio, restaurantes y hoteles; servicios financieros y seguros y los servicios prestados a empresas³⁴.

Por su parte, la manufactura crecería 2,0% y 1,6% en 2014³⁵ y 2015, respectivamente. Contrario a lo observado en 2013³⁶, su crecimiento estaría concentrado en el primer semestre del 2014. Estas proyecciones se revisan a la baja en ambos años respecto a lo previsto en enero, debido al efecto del traslado de operaciones de ensamblaje y pruebas de la empresa Intel a Asia. El pronóstico también contempla la incorporación de nuevas empresas de fabricación de productos médicos y textiles³⁷.

Se estima que la actividad de la construcción se recuperaría en 2014 (3,2%), debido al incremento en la construcción de obras civiles con destino privado (vivienda y edificaciones no residenciales) y al avance previsto en obra pública (proyectos hidroeléctricos, infraestructura hospitalaria y vial). Para el 2015 se pronostica una desaceleración en el crecimiento (1,3%) por la menor ejecución de nuevas construcciones públicas, dado que la construcción con destino privado crecería en torno al 5,8%.

El panorama de la actividad agropecuaria para el 2014-2015 se torna positivo, con un crecimiento de 4,0% y 2,8% respectivamente, sustentado en el aporte de la producción de piña, banano, café y melón. En 2014 el crecimiento estaría concentrado en la primera parte del año, consecuencia de la fase alta en producción de banano, piña y melón y los programas de atención técnica para combatir la enfermedad de la roya en el cultivo de café. En 2015 ante el agotamiento de la capacidad de área sembrada en banano y piña, el ritmo de crecimiento de esta industria se moderaría.

³³ Asociado al mayor impulso en comunicaciones, en especial por nuevos productos de telefonía celular e internet; mejor desempeño en el transporte de pasajeros por vía terrestre y los vinculados con el turismo receptor y, en menor cuantía los asociados al comercio exterior de mercancías.

³⁴ El dinamismo de la demanda interna, aunado a factores de comercio exterior y del turismo receptor, explicarían el crecimiento del comercio, restaurantes y hoteles. Para 2014 y 2015 los servicios prestados a empresas reflejan un impulso de servicios exportables (centros de llamadas y servicios informáticos) y de demanda interna (publicidad y vigilancia y aseo).

³⁵ Sustentado en la mayor actividad de las empresas adscritas al régimen definitivo y, en menor medida, por la de empresas de regímenes especiales de comercio.

³⁶ El crecimiento del primer y segundo semestres del 2013 fue de 1,1% y 6,2% respectivamente, para el 2014 se estima un crecimiento semestral de 3,1% y 1,6%, en ese orden.

³⁷ Algunas empresas de textiles de Asia y Norteamérica han manifestado su intención de iniciar operaciones en el país.

Por componentes del gasto, la demanda interna crecería 3,1% y 2,4% en el 2014-2015, respectivamente, inferior al promedio de los cinco años previos (3,3%) y determinada en ambos años por el aporte del consumo privado. Lo anterior es congruente con la evolución esperada de las industrias que producen para el mercado interno.

En lo que respecta a la demanda externa, se prevé una caída de 2,3% en 2014 debido a menores colocaciones de empresas de regímenes especiales relacionadas con productos electrónicos y procesadores; la mayor contracción se reflejaría en la segunda parte del año cuando las exportaciones de bienes bajen 4,6%.

La recuperación en 2015 (1,3%) estaría asociada con la mayor demanda por productos del régimen definitivo, atenuado por la reducción en las ventas de regímenes especiales, particularmente de productos electrónicos, toda vez que se espera se consoliden las exportaciones de implementos médicos (odontológicos y aparatos de infusión y transfusión). Las exportaciones de servicios en ambos años crecerían en torno a 6,0%, ante el mayor ingreso de turistas, además de la favorable evolución de las ventas de servicios de informática.

Por otro lado, las importaciones a precios constantes decrecerían en el bienio 3,4% y 0,8% respectivamente, en línea con el ritmo de crecimiento previsto de la actividad económica y suponen, al igual que en las exportaciones, una reducción mayor en el segundo semestre del 2014. Por destino económico, la reducción se explicaría por: i) menores compras de insumos para la industria electrónica, compensadas en parte por la adquisición de materias primas plásticas y metalúrgicas; ii) moderación en el crecimiento de importaciones de bienes de capital y; iii) mayores importaciones para consumo final.

El ingreso nacional disponible crecería 4,4% y 4,8% en 2014 y 2015, respectivamente. Para el 2014 la proyección fue revisada a la baja en relación con lo previsto en enero (4,6%) ante la corrección de los ingresos esperados del exterior por proyectos de inversión (con efecto directo sobre la contratación de mano de obra local).

Dadas las proyecciones de crecimiento mundial y lo previsto para la economía local, se estima que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría en 5,3% y 5,4% del PIB en el 2014 y 2015, respectivamente.

Cuadro 9. Demanda y oferta globales a precios constantes
-variación porcentual interanual-

	2013	2014	2015
DEMANDA = OFERTA	3,7	1,1	2,0
1 Demanda interna	3,7	3,1	2,4
a. Consumo privado	3,1	3,7	3,9
b. Consumo de gobierno	3,9	2,8	1,7
c. Inversión privada	15,1	6,5	5,8
d. Inversión pública	0,7	-0,3	-6,4
e. Variación de Inventarios (% PIB)	0,6	-0,3	-1,5
2 Exportaciones	3,6	-2,3	1,3
Bienes	3,5	-4,6	-0,2
Servicios	4,1	6,1	6,3
3 Importaciones	4,1	-3,4	-0,8
Bienes	4,8	-4,4	-1,3
Servicios	-1,9	5,1	3,7
4 Producto Interno Bruto	3,5	3,6	3,4

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Se pronostica un deterioro de la balanza comercial y del pago neto de los factores productivos por el mayor pago de intereses y repatriación de utilidades, que serían compensados parcialmente con el mayor aporte neto de servicios y el balance positivo de transferencias corrientes.

La brecha en la parte real de la balanza de pagos se prevé sería compensada en su totalidad por flujos de capital de mediano y largo plazo (recursos privados y públicos). Además se prevé una reducción en el saldo activos de reserva de EUA\$466 millones en 2014 y un aumento de EUA\$345 millones en 2015.

Durante el 2014 se estiman cotizaciones de hidrocarburos mayores en 2,4% respecto al 2013 (EUA\$116,1 contra EUA\$113,4 por barril de cóctel de hidrocarburos), mientras que en el lapso 2014-2015

la cantidad de barriles aumentaría en promedio 3% por año. La proyección de precios a futuro en los mercados internacionales indican cotizaciones menores en 2015 (EUA\$115,4 por barril), respecto a lo estimado para 2014.

Las tasas de crecimiento del comercio de bienes tenderían a desacelerarse en el bienio 2014-2015. Esta previsión considera que la situación económica mundial continuaría con crecimiento moderado en los principales socios comerciales, lo que influiría en el desempeño del comercio internacional, además del anuncio de la compañía Intel de trasladar sus operaciones de manufactura en el país hacia otras áreas.

En este contexto, las exportaciones disminuirían 4,5% y 5,9% en términos nominales (reducciones de 4,6% y 0,2% en términos reales) en el 2014 y 2015, respectivamente. Lo anterior estaría asociado con las menores ventas externas de productos manufacturados, principalmente de regímenes especiales. Las importaciones, una vez excluido el efecto precio, disminuirían 4,4% y 1,3% en el bienio.

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

	2013	2014	2015
Cuenta corriente	-2.522	-2.620	-2.827
Bienes	-6.465	-6.749	-7.479
Exportaciones FOB	11.542	11.024	10.371
Importaciones CIF	18.006	17.774	17.850
De los cuales hidrocarburos	2.182	2.300	2.356
Servicios	4.817	5.289	5.848
De los cuales viajes	2.136	2.374	2.573
Renta y transferencias	-875	-1.159	-1.197
Cuenta de capital y financiera	2.983	2.154	3.173
Sector público	1.251	1.046	1.831
Sector privado	1.732	1.107	1.342
De los cuales Inversión Directa	2.714	2.200	2.275
Activos de reserva	-461	466	-345
(- aumento, + disminución)			
Relaciones respecto al PIB en %			
Cuenta Corriente	-5,1	-5,3	-5,4
Cuenta Comercial	-13,0	-13,6	-14,3
Balance de Servicios	9,7	10,6	11,2
Balance de Renta	-2,4	-2,9	-2,9
Capital Privado	3,5	2,2	2,6
Inversión directa	5,5	4,4	4,3
Saldo de RIN	14,8	13,8	13,8

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 11. Comercio exterior de bienes
- variación porcentual interanual-

	2013	2014	2015
	Nominal		
Exportaciones	0,7	-4,5	-5,9
Importaciones	2,4	-1,3	0,4
	Real		
Exportaciones	3,5	-4,6	-0,2
Importaciones	4,8	-4,4	-1,3

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Se prevé que el superávit de los servicios alcanzaría niveles de 10,6% y 11,2% del PIB en 2014 y 2015, respectivamente. Destaca el buen desempeño de informática e información, actividades de apoyo empresarial y turismo receptivo³⁸. Similar a períodos anteriores este superávit compensaría parcialmente los balances deficitarios de las cuentas de bienes y de renta de factores.

El pago neto a los factores productivos mostraría un mayor desbalance en el bienio 2014-2015, atribuido principalmente al mayor pago de intereses de la deuda pública externa y la remisión de dividendos de las empresas extranjeras radicadas en el país a su casa matriz.

El ingreso de recursos por remesas de costarricenses radicados en el exterior se estima crecería en el orden del 6,5% y 6,0% en el bienio 2014-2015, mientras que los envíos hacia el exterior aumentarían a tasas de 12,0% y 4,0% en el mismo período.

La brecha estimada en la cuenta corriente de la balanza de pagos para el 2014-2015 sería financiada con ahorro externo de mediano y largo plazo, mayoritariamente proveniente de la inversión directa.

Las operaciones financieras del sector público prevén flujos netos positivos en el período 2014-2015 dados los desembolsos programados para proyectos de obra pública y la menor cancelación de préstamos externos. Destaca la última emisión de bonos externos por parte del Ministerio de Hacienda por EUA\$1.000 millones en el 2015, de manera tal que el endeudamiento público neto de largo plazo, contribuiría a incrementar el flujo de divisas al país en el orden de 2,1% y 3,5% del PIB en esos años.

Las operaciones financieras y reales llevarían a una desacumulación de reservas internacionales netas de EUA\$466 millones en 2014 y un aumento de EUA\$345 millones en 2015, con lo cual el saldo de RIN ascendería a 13,8% del PIB en ambos años.

En relación con las finanzas del Gobierno Central para 2014 se prevé un déficit de 6,0% del PIB (5,8% para el Sector Público Global) y de 6,6% (6,5% para el Global) para 2015. A pesar del acceso al endeudamiento externo, estos resultados requieren de un mayor financiamiento mediante la colocación neta de bonos de deuda interna, lo que podría ejercer presiones alcistas sobre las tasas de interés locales. No obstante, en la medida en que las acciones previstas por parte del Ministerio de Hacienda para reducir el desbalance fiscal den los resultados esperados estas presiones serían menores.

³⁸ Se estima que para el bienio 2014-2015 las exportaciones de servicios de informática e información crecerían 6,6% y 8,5%, apoyo empresarial 10,0% y 12,0% y la cantidad de turistas en 7,1% y 3,9 % en ese orden.

Los agregados monetarios y crediticios, por su parte crecerían en el 2014-2015 en torno al 11%. Estas tasas son congruentes con la meta de inflación, el proceso de profundización financiera observado en los últimos años y, en el caso del crédito esos flujos serían suficientes para atender el crecimiento económico previsto.

El cuadro 12 presenta las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para lo que resta del bienio 2014-2015.

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 obstaculicen el logro de los objetivos propuestos para el lapso que comprende la revisión del Programa Macroeconómico 2014-2015.

Cuadro 12. Principales variables macroeconómicas

	2013	2014	2015
PIB (miles de mill de ₡)	24.799	27.242	29.743
Tasas de crecimiento (%)			
PIB real	3,5	3,6	3,4
PIB nominal	8,7	9,9	9,2
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	3,7	4,4	4,8
Inflación (meta interanual)			
Medido con variación de IPC (%)	3,7	4% (±1 p.p.)	
Balanza de Pagos			
Cuenta corriente (% PIB)	-5,1	-5,3	-5,4
Cuenta comercial (% PIB)	-13,0	-13,6	-14,3
Cuenta corriente (mill de \$)	-2.522	-2.620	-2.827
Cuenta de Capital y financiera (mill \$)	2.983	2.154	3.173
Sector Público	1.251	1.046	1.831
Sector Privado	1.732	1.107	1.342
Inversión Directa	2.714	2.200	2.275
Saldo RIN (% PIB)	14,8	13,8	13,8
Sector Público Global Reducido (% PIB) ^{1/}			
Resultado Financiero	-6,1	-5,8	-6,5
Gobierno Central	-5,4	-6,0	-6,6
Resto SPNF	0,1	1,0	0,9
BCCR	-0,8	-0,8	-0,8
Agregados monetarios y crediticios (variación %) ^{2/}			
Medio circulante	8,1	9,9	9,2
Liquidez moneda nacional (M2)	13,2	9,8	11,1
Liquidez total (M3)	11,6	10,4	9,6
Riqueza financiera total	11,1	11,2	10,6
Crédito al sector privado	13,0	11,3	11,2
Moneda nacional	10,3	17,9	14,3
Moneda extranjera	16,8	3,0	7,0

1/ Estimaciones Ministerio de Hacienda y Banco Central de Costa Rica.

2/ Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

3.3. Balance de riesgos

Las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incluidas en esta revisión incorporan la mejor información disponible sobre el comportamiento de las variables relevantes en un horizonte de dieciocho meses y suponen que el Banco Central ajustará su postura de política monetaria para alcanzar el objetivo de inflación. No obstante, existen riesgos provenientes del contexto externo e interno que, de materializarse, podrían desviar las proyecciones para lo que resta del bienio 2014-2015.

En el campo externo destacan:

- i) Si bien las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para el bienio 2014-2015 mejoran en relación con 2013, los organismos financieros internacionales no descartan una recaída en razón de:
 - La mayor presión al alza en tasas de interés en los mercados internacionales por el retiro gradual del estímulo monetario por parte del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos. Esto podría repercutir negativamente sobre el crecimiento mundial, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes y en vías de desarrollo, estas últimas más dependientes de los flujos de capital.
 - La desaceleración de la actividad económica en países emergentes, donde destaca particularmente China cuyo ritmo de crecimiento bajó más rápido de lo esperado en los primeros meses del año y, dada su importancia como fuente de demanda externa, podría tener efectos sobre otras economías, en especial de América Latina.
 - En la Zona del euro es previsible que la inflación se mantenga por debajo de la meta del Banco Central Europeo, lo que influiría en las expectativas de inflación de largo plazo e incrementaría la probabilidad de caer en deflación. Esta situación podría conducir a un alza de las tasas de interés reales con efectos negativos sobre la producción, lo que dificultaría la dinámica de recuperación de esta zona.
 - Un crecimiento económico mundial menor al proyectado repercutiría negativamente en la demanda externa de la economía costarricense, generando menores presiones inflacionarias, pero con efectos adversos sobre la producción y el empleo.
- ii) El comportamiento del precio de las materias primas. No obstante que el riesgo de un menor crecimiento de la economía mundial le imprime un sesgo a la baja a dichos precios, éste podría ser compensado por acontecimientos geopolíticos o factores climáticos adversos que afecten los precios de los alimentos y del petróleo.

A nivel interno se identifican los siguientes riesgos:

- i) Lenta convergencia de las expectativas de inflación al rango meta de inflación.
- ii) Deterioro de las finanzas públicas mayor al previsto, cuyo financiamiento genere presiones sobre las tasas de interés locales (dominancia fiscal).

Cabe señalar que este ejercicio no contempló las medidas fiscales en proceso de elaboración por parte del Ministerio de Hacienda, cuyo efecto, una vez en ejecución, reduciría el riesgo apuntado. Estas medidas buscan mejorar la recaudación tributaria y contener la expansión del gasto.

En el primero de los casos comprende: i) mejoras administrativas (plataforma tecnológica y sistemas de información), ii) aumentar la cobertura de grandes contribuyentes, iii) reducir la elusión y evasión fiscal (proyecto de ley) y, iv) reforma tributaria para cambiar el impuesto de ventas por uno al valor agregado (proyecto de ley).

En materia de contención del gasto contemplan directrices para congelar plazas vacantes y limitar el monto de las pensiones con cargo al Presupuesto del Gobierno de la República de Costa Rica (en proceso).

- iii) Grado de ejecución de proyectos de obra pública condiciona la capacidad de crecimiento de la producción.
- iv) Efectos adversos del fenómeno climatológico El Niño Oscilación Sur³⁹. Este fenómeno, entre otras variables meteorológicas, afecta la frecuencia de las precipitaciones. Dependiendo de la intensidad y duración del fenómeno, podría tener consecuencias adversas sobre la infraestructura vial, el desempeño de actividades productivas como la agropecuaria y el resultado financiero del sector público.

³⁹ De acuerdo con el Instituto Meteorológico Nacional, es un fenómeno oceánico-atmosférico que consiste en la interacción de las aguas superficiales del océano Pacífico tropical con la atmósfera circundante. Está relacionado con trastornos climáticos en muchas partes del mundo así como con alteraciones significativas en diversos tipos de ecosistemas tanto terrestres como marinos.

Recuadro 1. Desvíos de la inflación respecto a metas de mediano plazo

Desde 1989, más de 20 países han adoptado el régimen de metas de inflación. Bajo este esquema, los bancos centrales establecen un rango alrededor de un valor central y dirigen sus acciones de política monetaria para que la inflación se mantenga dentro de dicho rango. Sin embargo, existen factores ajenos al control de la política monetaria que podrían llevar la inflación transitoriamente fuera del rango meta. Como se detalla a continuación, no es atípico que se registren desviaciones temporales de la inflación ante las cuales las autoridades monetarias que ejecutan sus políticas bajo este régimen no cambian la meta de mediano plazo. Lo anterior al reconocer que esas desviaciones se originan en factores no monetarios, como variaciones en precios internacionales de materias primas, ajustes en bienes y servicios regulados, choques de oferta agrícolas o cambios en tasas impositivas, entre otros. El panel 1 muestra la inflación observada y el rango meta para un grupo de países con metas de inflación, cuya experiencia en relación con desvíos temporales se resume a continuación.

El primer banco en adoptar metas de inflación fue el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda e indica en su Informe Anual de 2007-2008 que su experiencia de dos décadas en el tema les ha mostrado cómo *“...el esquema de metas de inflación no es perfecto, y puede afectarse por distorsiones en los mercados domésticos y extranjeros”* (Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, 2008, Informe Anual). En este mismo informe menciona que debido a incrementos en el precio del petróleo y de alimentos durante 2008 la inflación estuvo por encima del rango meta, y que no se consideraba probable que retornara hasta el 2009. No obstante lo anterior, el rango objetivo no fue modificado.

Chile, que adoptó metas de inflación en 1999, enfrentó una desviación significativa de la inflación en el 2008, la cual alcanzó 8,8%, por encima de la meta de $3\% \pm 1$ p.p.. De acuerdo con el Informe de Política Monetaria de enero del 2009 del Banco Central de Chile, el país enfrentó un incremento en la inflación a partir del primer trimestre del 2008, que se intensificó en setiembre de ese año debido a alzas en los precios de alimentos y combustibles, al efecto de propagación hacia otros precios y a la depreciación de la moneda. El Banco Central reaccionó con una política restrictiva incrementando la tasa de política monetaria en 200 p.b. (hasta ubicarla en 8,25%) y proyectando ajustes adicionales para garantizar la convergencia de la inflación a la meta. Las proyecciones apuntaban a un retorno rápido de la inflación hacia la meta para el segundo semestre del 2009, por lo cual no se realizó ninguna modificación del valor central, ni de su rango de tolerancia. Para 2009 y 2010 la inflación cayó por debajo del rango, ubicándose en 1,6% y 1,4% respectivamente, para luego retornar durante el 2011 y 2012. A lo largo de estos periodos no se realizaron modificaciones en la meta de inflación. Otro ejemplo es el de México, que no varió su meta en el 2008 ante incrementos en los precios de los alimentos y del petróleo.

En Canadá se han presentado desviaciones por inflaciones anuales por debajo de la meta del $2\% \pm 1$ p.p. en el 2009 y 2012. Como se indica en el documento *“Renewal of the Inflation Control Target”* publicado por el Banco Central de Canadá en noviembre del 2011, hubo una disminución en la inflación en 2008 (aún dentro del rango) y 2009; no obstante dada la recesión mundial, el Banco Central consideró que los efectos negativos sobre la inflación y el crecimiento fueron relativamente pequeños en comparación con otros países y gran parte de la volatilidad estuvo asociada a cambios inusuales en los precios de las materias primas, razón por la cual decidió mantener la meta.

En Colombia, los aumentos de precios internacionales de cereales y combustibles en 2002, y los aumentos en tarifas de los servicios públicos y en el precio de los combustibles en 2003 llevaron la inflación temporalmente fuera del rango meta en esos años. Durante el 2008, las autoridades económicas mencionaron la influencia del incremento en los precios de los alimentos como un factor que desvió la inflación del rango meta, que no fue modificado.

Corea del Sur mantiene un régimen de metas de inflación desde 1999. A pesar de que la inflación no ha estado dentro del rango en varias ocasiones, particularmente se mantuvo por debajo durante el 2013, la meta no fue modificada. Indican que eventuales cambios en el rango se realizan solo en el momento de la revisión anual de la meta inflacionaria. En años recientes hubo cambios en el rango objetivo en 2010 y 2012, en 2010 mantuvo un valor central de 3%, pero el rango de tolerancia se amplió.

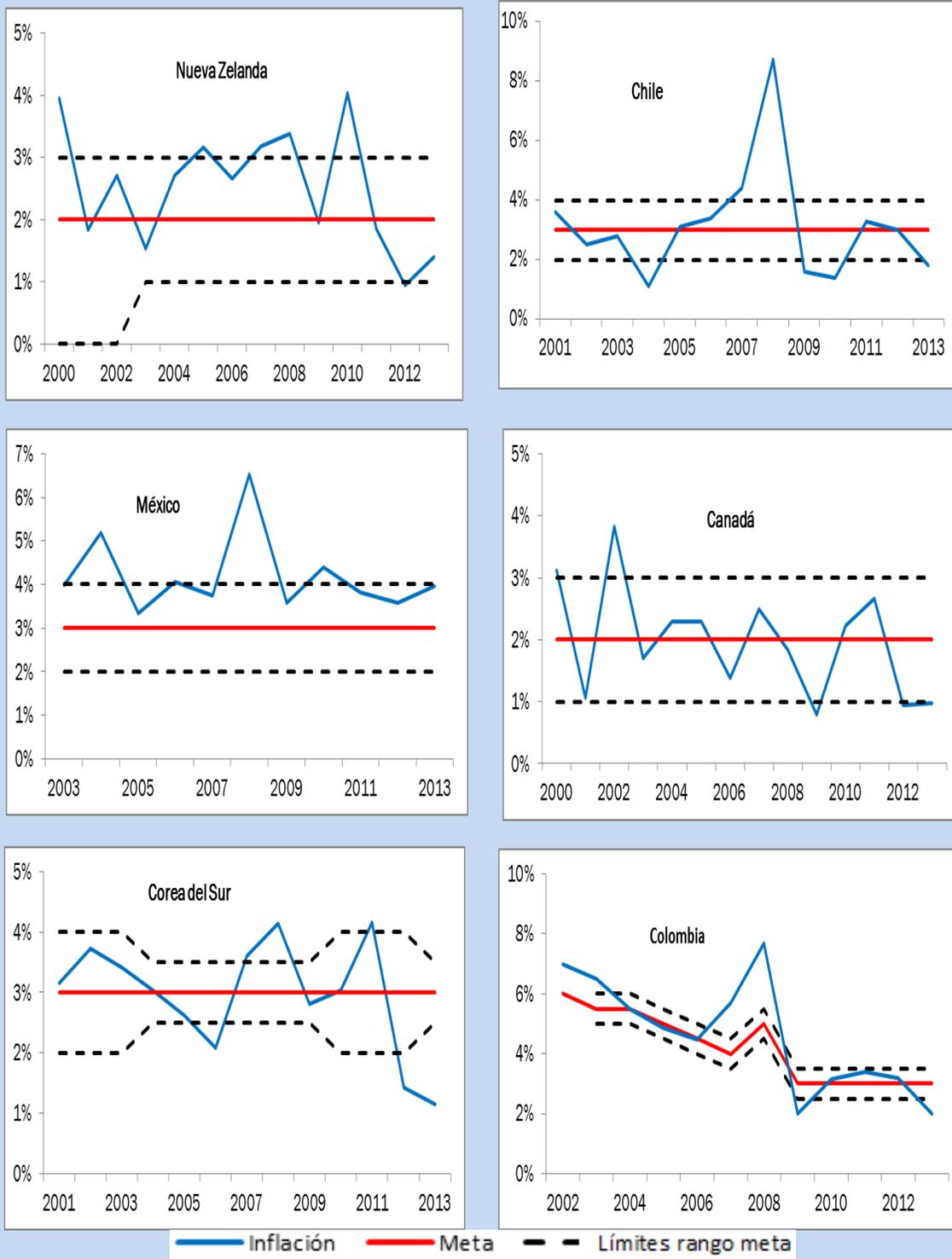
Para Perú en el 2011, el Banco Central de Reserva argumentó que la inflación por encima del rango meta se debió principalmente al aumento en el precio de materias primas que provocaron alzas en los precios internos, sobre todo de bienes agrícolas. Dado el carácter temporal de las perturbaciones en la inflación, el Banco Central no varió la meta de inflación ni la tasa de política y al año siguiente la inflación volvió a ubicarse dentro del rango objetivo. Esta misma situación se presentó durante los primeros meses del 2014, la inflación se situó por encima del rango meta pero debido a condiciones climáticas que afectaron la oferta de ciertos bienes agrícolas, por lo que no consideró necesario variar la tasa de política.

Turquía presentó un importante desvío de la inflación durante el 2011 con respecto al rango meta (3,5%-7,5%). En el Informe de Inflación IV-2011, el Banco Central de la República de Turquía manifestó que los cambios en la inflación estuvieron asociados a movimientos temporales en los precios de bienes básicos y a presiones por la depreciación de la moneda. El Banco Central determinó en sus proyecciones de corto y mediano plazo que estas variaciones no respondían a un cambio permanente en los componentes que afectan la inflación, por lo cual decidió no modificar el rango de la meta que venía disminuyendo gradualmente desde el 2008.

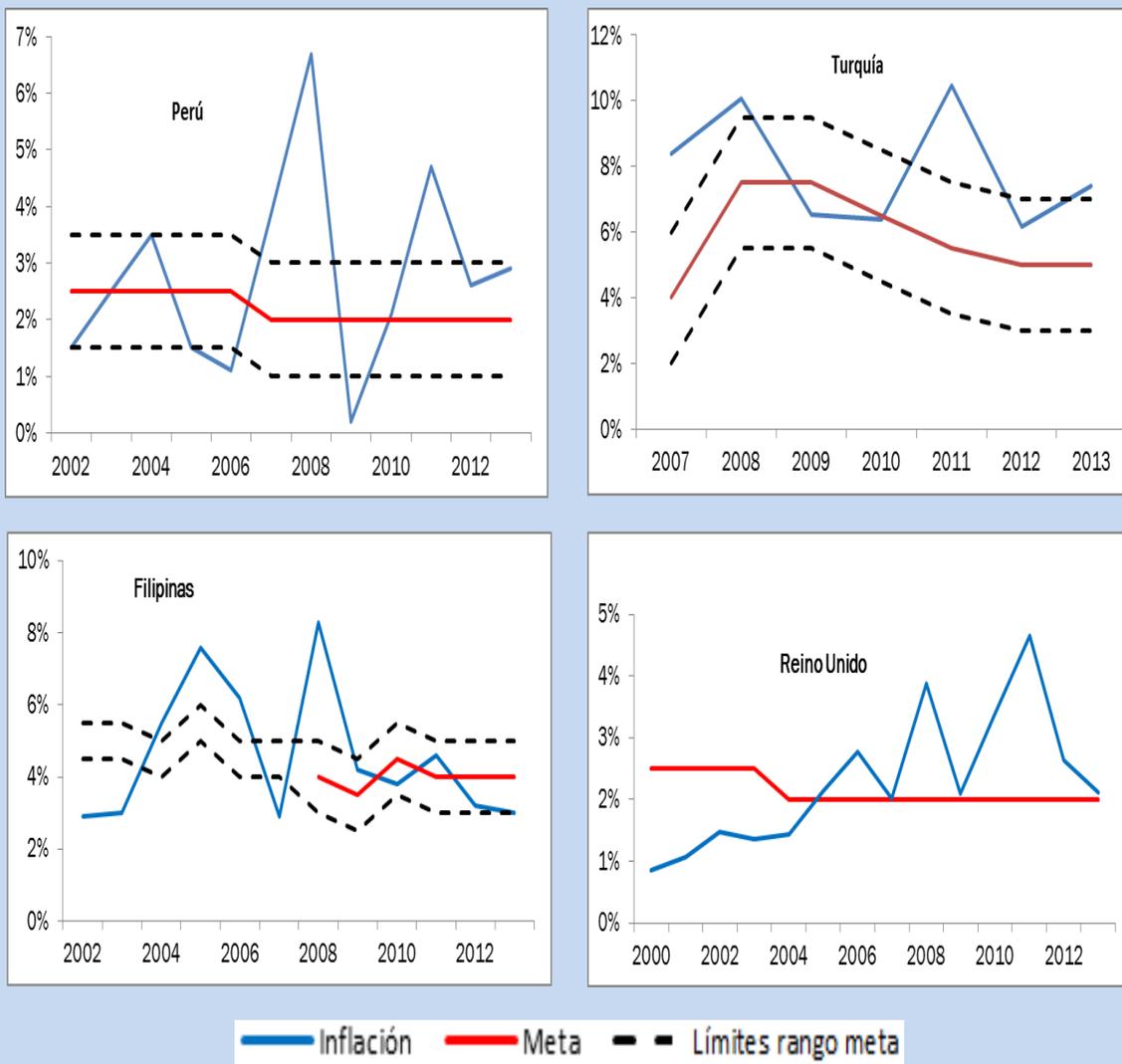
Filipinas se ha desviado del rango meta al menos en tres ocasiones desde el 2002. Es importante destacar que el Banco Central de Filipinas definió cláusulas de excepción para determinar los factores externos que pueden afectar la meta y que se encuentran fuera de su control. De esta forma, en el 2006 y 2008 la inflación cerró en 6,2% y 8,3% respectivamente, por encima del límite superior de la banda que se ubicó en 5% en ambos periodos. La principal causa de la desviación estuvo asociada a los precios internacionales del petróleo y los alimentos. Asimismo, en el 2007 la inflación cerró por debajo del límite inferior del rango (4%), que se justificó por condiciones favorables de oferta y efectos de la reforma del impuesto al valor agregado, entre otros. No obstante, desde el 2006 el límite superior del rango meta sólo se ha modificado una vez, cuando se incrementó del 5% al 6% en el 2010 para regresar de nuevo al 5% en el 2011. Este cambio vino acompañado de la decisión del Banco Central de utilizar una banda más ancha para obtener mayor flexibilidad en términos de la política monetaria, salvaguardar la credibilidad y alinearse con la estructura de Metas de Inflación de otros países. A partir del 2011, la inflación se ha mantenido dentro del rango.

Finalmente, Reino Unido presenta la particularidad de una meta puntual de inflación del 2% desde 2004, sin rango de tolerancia. En términos generales, la inflación se ha ubicado por encima de la meta desde el 2005, con una desviación máxima de 2,7 p.p. en el 2011. Es importante destacar que durante todo este período la meta no se ha modificado. Por ejemplo, en el Informe de Inflación de noviembre del 2011, el Banco Central de Inglaterra justificó su decisión de no modificar la meta en que existe una alta probabilidad de que la inflación baje rápidamente en el 2012, dadas las proyecciones de una caída en los precios de la energía, los bienes importados y las presiones a la baja en el mercado laboral. Para 2012 y 2013 la inflación se ubicó en 2,6% y 2,1%, respectivamente.

Panel 1. Inflación efectiva y rango meta en países con metas de inflación



Panel 1. Inflación efectiva y rango meta en países con metas de inflación (continuación)



Fuente: Bancos centrales cada país.