BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

PROGRAMA MACROECONÓMICO 2012-13

Junta Directiva

Presidente

Dr. Rodrigo Bolaños Zamora

Ministro de Hacienda

Dr. Fernando Herrero Acosta

Directores

Lic. Jorge Alfaro Alfaro

MEE. José Eduardo Angulo Aguilar

Lcda. Laura Suárez Zamora

Lcda. Silvia Charpentier Brenes

Dr. Juan Rafael Vargas Brenes

El inciso b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) establece el compromiso de la Institución de publicar el programa monetario[1] y sus revisiones.

En cumplimiento de lo anterior y considerando el diagnóstico de la situación económica del 2011 y las perspectivas económicas para los próximos veinticuatro meses, se establece como objetivo de inflación un 5% para 2012 y 2013, en ambos casos con un rango de tolerancia de ±1 punto porcentual (p.p.).

En las actuales circunstancias, el Banco Central presenta un programa macroeconómico que no incorpora los efectos de la aprobación legislativa del proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria, dado que esa es la condición prevaleciente en el momento de elaborar este programa. Sin embargo, una vez que sea aprobado, el Banco Central procederá a realizar las modificaciones correspondientes en su Programa Macroeconómico 2012-13.

La acumulación de persistentes desequilibrios macroeconómicos ligados al elevado déficit fiscal, incluida la posibilidad de que no se apruebe la reforma tributaria antes comentada, así como los riesgos que la inestabilidad en la situación europea introducen a nuestra economía, no solo frenan el crecimiento de la producción, limitan el continuar con el proceso de reducción de inflación y el acceso a recursos de organismos internacionales en apoyo a la estabilidad de la balanza de pagos, sino que también pueden requerir que el Banco Central deba utilizar, en adición a los instrumentos normales de política, aquellos de carácter temporal que la Ley Orgánica del Banco Central le faculta usar cuando dichos desequilibrios no puedan ser corregidos con la aplicación de los instrumentos tradicionales de política. Lo anterior en cumplimiento del objetivo principal que le asigna su Ley Orgánica, de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda y asegurar su conversión a otras monedas.

El Banco Central procederá a realizar los ajustes requeridos en sus políticas monetaria y cambiaria, en respuesta a cambios sustantivos en el entorno macroeconómico que afecten la consecución del objetivo propuesto para el período que comprende este Programa. Estos cambios serán informados oportunamente a la sociedad, con el fin de promover la transparencia y la adecuada formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

---

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

En particular, y como se mencionó con anterioridad, en el caso que se apruebe la reforma fiscal, el Banco Central revisará su programación macroeconómica y propondrá los ajustes necesarios para regresar tan pronto como las circunstancias lo permitan a un sendero desinflacionario, de modo que la tasa de inflación se ubique en el mediano plazo en un rango definido por 4% ±1 p.p.. Además, si el Banco Central determina que debe hacer uso de otros instrumentos de política adicionales, lo informará oportunamente y realizará las modificaciones necesarias en su programación.

En el ámbito cambiario el Banco Central mantiene en el corto plazo el compromiso con los parámetros de la banda cambiaria, sin que ello limite su objetivo de migrar, de manera gradual y ordenada, hacia un esquema de flotación cambiaria.

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

Índice

1. INTRODUCCIÓN 5
2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2011 8
2.1. Economía internacional 8
2.2. Economía nacional 10
2.2.1. Precios 10
2.2.2. Actividad económica 13
2.2.3. Balanza de pagos 15
2.2.4. Finanzas públicas 16
2.2.5. Liquidez, tasas de interés y tipo de cambio 17
3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2012-13 20
4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA 25
5. BALANCE DE RIESGOS 29

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

PROGRAMA MACROECONÓMICO 2012-13[2]

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica presenta el Programa Macroeconómico 2012-13 en el cual establece sus objetivos y medidas de política para el bienio 2012-13. El programa tiene como marco la estrategia de avanzar, gradual y ordenadamente, hacia un esquema monetario de metas de inflación, en procura de ubicar la inflación, en el largo plazo, en niveles similares a los que presentan los principales socios comerciales del país (entre 3% y 4% anual); ello acorde con el objetivo principal que establece su Ley Orgánica, de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda.

Si bien en los últimos tres años Costa Rica registró un avance importante en el proceso de desinflación y pasó de tener una de las inflaciones más altas de Latinoamérica a colocarse entre los países de menor inflación, de hecho la menor de Centroamérica en el 2011, las condiciones actuales plantean riesgos y restricciones al propósito de consolidar el proceso de desinflación.

En el plano interno, la principal limitante es la presión que ejerce el déficit fiscal. En ausencia de medidas legislativas, su financiamiento no solo tiene consecuencias inflacionarias y sobre la actividad real, sino también compromete la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo y con ello la estabilidad macroeconómica. El panorama podría resultar más complejo en el tanto se materialicen los riesgos de desaceleración de la actividad económica mundial (recesión en la eurozona) y los problemas financieros a nivel global.

En este contexto y como no serán considerados los efectos de la aprobación del proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria, el Banco Central establece para el bienio 2012-13 un rango objetivo de inflación definido en 5% ±1 punto porcentual (p.p.), similar a lo establecido y alcanzado en los dos años anteriores. Además, como se indica más adelante, la economía crecerá más lento de lo que se había previsto en julio del 2011 (3,8% en lugar de 4,7%).

Mantener la inflación en el rango de 5% ±1 p.p. es un reto para la política monetaria. Ante la incertidumbre de que el ajuste fiscal pueda continuar con la aprobación de la reforma tributaria, es criterio del Banco Central que los costos en términos de ocupación de los recursos serían más altos que los beneficios de continuar con una reducción en la tasa de inflación, tal como se había programado inicialmente para el 2012 en el Programa Macroeconómico 2011-12.

Por lo anterior, el Programa Macroeconómico para el bienio 2012-13 pospone la reducción en la meta de inflación, sin que esto signifique el abandono del compromiso de llevar la inflación a niveles del 4% o menos en el mediano plazo, una vez que el ajuste fiscal se haya realizado y las cuentas de la hacienda pública retomen el sendero sostenible.

[2] Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 7 del acta de la sesión 5532-2012 del 25 de enero del 2012.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Uno de los costos de la falta de ajuste fiscal es no poder continuar con el proceso de reducción de la inflación. Ello implica desaprovechar los beneficios de una moneda con poder de compra estable, con efectos directos y positivos sobre la toma de decisiones de producción, empleo, inversión y consumo; también impide reducir el efecto de un impuesto tan regresivo como la inflación, que afecta con mayor intensidad a las familias de bajos ingresos, que disponen de escaso espacio para protegerse de la caída en el poder adquisitivo del colón.

Por un lado, el déficit fiscal incide negativamente sobre la estabilidad de los pagos externos[3] y por otro, ejerce presión sobre el gasto agregado y la cuenta corriente de la balanza de pagos, con consecuencias alcistas sobre las tasa de interés. Precisamente esto último puede incentivar el ingreso de capitales de corto plazo, que suelen presentar una marcada volatilidad afectando el comportamiento del tipo de cambio[4].

Los efectos del déficit fiscal sobre la balanza de pagos pueden aumentar por la incertidumbre sobre la situación económica en Europa. Por tal razón, es imprescindible reforzar la capacidad del país para hacerle frente al creciente riesgo de que se reduzca la inversión extranjera y que ésta resulte insuficiente para financiar el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos[5].

El Programa Macroeconómico incorpora la posibilidad de incrementar la capacidad de reacción del Banco Central ante la mayor vulnerabilidad externa, mediante un segundo programa de compra de reservas internacionales durante el bienio 2012-13, por un monto máximo de EUA$1.500 millones[6]. Esto lo realizará el Banco de forma tal que aproveche los excedentes estacionales en el mercado cambiario y, sobre todo que no ponga en riesgo el logro de la meta de inflación. Lo anterior significa que su ejecución se hará atendiendo los costos (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) y beneficios (mayor nivel de reservas para enfrentar movimientos no deseados en la cuenta de capital ante una crisis externa).

---

[3] En la actualidad se observan efectos de esta naturaleza. A finales de enero del 2012 el Gobierno transfirió EUA$282,7 millones al exterior para el servicio de eurobonos (amortización del CR2012 por EUA$250 millones y el remanente para atender los intereses de estos bonos y de los que vencen en el 2013 y 2020); ello redujo el saldo de las reservas internacionales del Banco Central. Dado que alguna porción de estas emisiones está en poder de residentes, existe la probabilidad de que parte de esos pagos regresen al país, lo cual podría incidir en la volatilidad de los macroprecios (tipo de cambio y tasa de interés) y agregados monetarios.

[4] Los ingresos y salidas pueden darse con facilidad; su entrada puede sostener el tipo de cambio en niveles relativamente bajos, en tanto que las salidas súbitas pueden aumentarlo rápidamente.

[5] Si bien entre el 2008 y el 2009 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de 9,3% a 2,0% del PIB, el superávit de la cuenta de capitales pasó de 8,3% a 2,9% del PIB.

[6] En setiembre del 2010 el Banco Central inició un programa de fortalecimiento de reservas internacionales, por un monto máximo de EUA$600 millones para el período setiembre 2010-diciembre 2011. El programa se completó en abril del 2011. En economías similares a las nuestras, los bancos centrales han tenido que acumular reservas internacionales con el fin de mantener su nivel relativo al tamaño de la economía y a la evolución de los agregados monetarios, importaciones y deuda.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Es responsabilidad del Banco Central preparar adecuadamente al país para enfrentar la creciente vulnerabilidad. Ciertamente este esfuerzo sería menos oneroso en un escenario de aprobación del proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria, en el tanto habría una menor competencia por el ahorro financiero nacional. Además, con reforma fiscal, el país tendría abierta la posibilidad de acceder a financiamiento contingente con organismos internacionales, por ejemplo, con el Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, bajo un escenario sin reforma tributaria, el Banco Central debe mantenerse atento a la materialización de riesgos inherentes a dicha circunstancia.

Tres implicaciones directas se derivan de este escenario:

a) La citada presión que ejerce el financiamiento del sector público sobre las tasas de interés locales, cuyo comportamiento desde finales del 2011 presentó un comportamiento alcista y a pesar de ello el Ministerio de Hacienda no ha logrado obtener el financiamiento requerido. De continuar esta tendencia se estaría ante un círculo vicioso, con efectos directos y negativos sobre las finanzas públicas (incluido Banco Central) y el crecimiento económico.

b) Las mayores tasas de interés podrían retrasar el programa de acumulación de reservas, toda vez que neutralizar el efecto expansivo de estas operaciones debería hacerse a un costo mayor, generando presiones adicionales sobre las tasas de interés y sobre la inflación.

c) Las presiones descritas anteriormente introducen vulnerabilidades adicionales sobre la capacidad del país para cumplir con sus compromisos externos.

Ante esta situación y con el fin de evitar, que en ausencia de reforma tributaria, el ajuste se recargue en las tasas de interés, el Banco Central evaluará la conveniencia de utilizar, en adición a los instrumentos normales de política, otros instrumentos que la Ley le faculta, algunos de ellos de carácter temporal.

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

El Banco Central también revisará este Programa tan pronto se apruebe la reforma fiscal y, en la medida en que las circunstancias lo permitan, retomará el sendero de desinflación para que la inflación se ubique en el mediano plazo en un rango definido por 4% ±1 p.p.

Estos cambios serán informados oportunamente, con el fin de promover la transparencia y la adecuada formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

Finalmente, en este contexto, el Banco Central reitera su compromiso con la reducción de la inflación en el mediano plazo, pues está convencido que la estabilidad interna y externa es el principal aporte que la Institución hace a la sociedad en general y en particular a los grupos menos favorecidos de la población.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

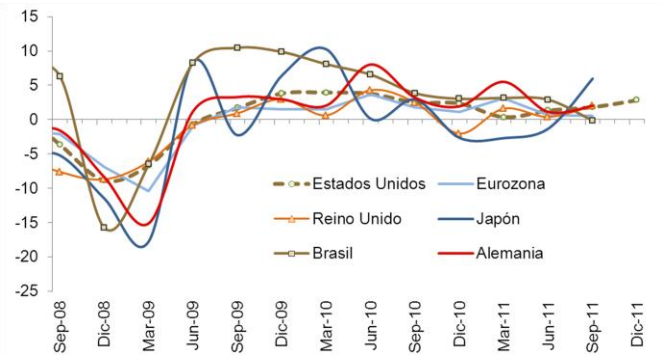
2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2011

2.1. Economía internacional

Similar a lo ocurrido en el 2010, la actividad económica mundial en el 2011 continuó desacelerándose, en respuesta a las políticas de contención de gasto público en países desarrollados, factor determinante para la reactivación luego de la crisis financiera internacional del 2008-09.

Adicionalmente, el crecimiento de las principales economías emergentes se moderó ante las medidas para contener presiones inflacionarias[7].

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

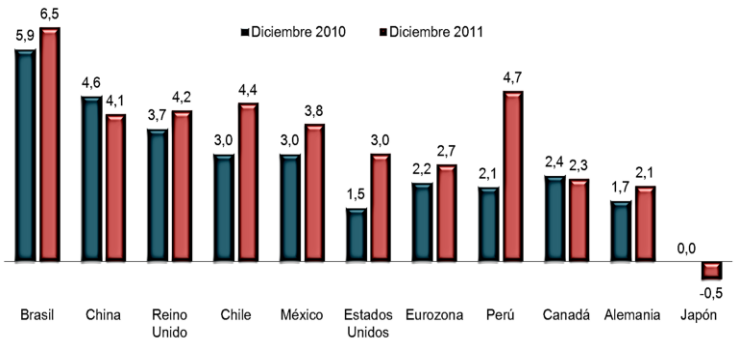


Fuente: Fondo Monetario Internacional y bancos centrales.

En el 2011 el crecimiento de Estados Unidos fue de 1,7% (3,0% en el 2010), como consecuencia de la contracción del gasto público (2,1%) y la desaceleración de las exportaciones netas y del gasto privado (consumo e inversión), esto último como resultado de la elevada tasa de desempleo y del deterioro del sector inmobiliario.

La Eurozona también creció a menor ritmo (0,6% al tercer trimestre del 2011 y 2% un año atrás). En ello incidió la incertidumbre sobre la efectividad de las políticas de austeridad fiscal, la falta de acuerdo en mecanismos de rescate, la posibilidad de contagio al sistema financiero por su exposición a la deuda soberana y las presiones inflacionarias presentes en la primera parte del 2011.

Gráfico 2. Inflación en países seleccionados



Fuente: Bloomberg, bancos centrales y oficinas nacionales de estadística.

[7] El PIB de China aumentó 9,2% en el 2011 (10,4% en 2010), siendo la inversión empresarial en activos fijos, la inversión residencial y el consumo privado los principales impulsores. En Brasil el PIB subió 3,2% y 2,1% en el segundo y tercer trimestres del año en ese orden (5,1% como promedio trimestral en el 2010), resultado en el que influyó la política monetaria restrictiva.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

En relación con la inflación internacional, si bien ésta fue superior a la observada en el 2010, a partir del segundo trimestre su crecimiento se moderó, particularmente en economías desarrolladas, conforme se disiparon las presiones sobre las materias primas, presentes en el 2010 e inicios del 2011[8]. La desaceleración de la inflación en economías emergentes fue menor, dado el efecto rezagado de presiones externas (en particular de alimentos) y de demanda interna, sobre todo en 2010 y primeros meses del 2011.

En relación con el mercado internacional de materias primas, las políticas contractivas en China y otros países emergentes, la incertidumbre sobre la recuperación económica mundial, la interrupción en la cadena de producción por el terremoto de Japón y la compleja situación fiscal en la Eurozona, se manifestaron en una menor expectativa de demanda por bienes primarios, que influyó en la reducción de sus precios a partir del segundo trimestre del 2011.

Cuadro 1. Precio de materias primas y expectativa de variación con base en cotizaciones en el mercado de futuros
-precios en EUA$ y variaciones en %-

	Precio promedio	Variación 2011		Variación esperada contra precio de diciembre del 2011	
	Dic-11	I Semestre	II Semestre	para entrega en Jul-12	para entrega en Dic-12
Petróleo WTI	98,6	7,9%	2,4%	0,2%	-1,0%
Cobre	343,4	-1,5%	-16,5%	0,7%	1,0%
Trigo	606,7	-8,2%	-12,8%	6,6%	12,8%
Soya	1.144,1	3,2%	-15,9%	2,6%	1,7%
Maíz	602,8	22,8%	-16,4%	3,0%	-6,9%
Arroz	14,1	2,0%	-0,4%	5,8%	n.d
Café	222,8	16,5%	-13,6%	3,1%	4,7%

Fuente: Bloomberg.

El Índice de Materias Primas del Fondo Monetario Internacional bajó en 7%, en promedio, entre abril y diciembre del 2011, compensando parcialmente el aumento en los precios del primer trimestre del 2011.

En los mercados financieros internaciones las condiciones continúan volátiles, en particular por las dudas sobre la efectividad de las medidas de austeridad fiscal en la Eurozona y la posibilidad de contagio al sistema financiero. El panorama general muestra que los indicadores bursátiles tienden a reaccionar desfavorablemente con más facilidad y en mayor magnitud ante la publicación de resultados económicos poco satisfactorios. Asimismo, los sistemas financieros han empezado a dar señales de restricciones en la liquidez[9].

[8] En Estados Unidos la inflación en 2011 fue de 3% y en mayor medida se reflejó en los precios de alimentos; en la Eurozona alcanzó un 2,7%, manifiesta en los rubros de combustibles y servicios públicos.

[9] Ante el comportamiento de los indicadores de producción y la expectativa de menor crecimiento mundial, algunos bancos centrales de países desarrollados retomaron medidas monetarias expansivas (bajas tasas de política y uso de mecanismos de inyección de liquidez).

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

2.2. Economía nacional

2.2.1. Precios[10]

En el 2011 la inflación, medida con la variación del IPC, siguió la trayectoria a la baja observada desde inicios del 2009. Al finalizar el 2011 alcanzó un 4,7%, con lo cual se ubicó ligeramente por debajo del valor central del rango meta (5% ± 1 p.p.) y, por tercer año consecutivo estuvo acorde con el objetivo inflacionario planteado en la programación macroeconómica del Banco Central.

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

	2008	2009	2010	2011
Variación porcentual:				
Interanual	13,9	4,0	5,8	4,7
Promedio	13,4	7,8	5,7	4,9

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Estos resultados se enmarcaron en un contexto caracterizado por una política monetaria congruente con ese objetivo, la ausencia de presiones de demanda, estabilidad del tipo de cambio[11], choques de oferta de la producción agrícola y expectativas de inflación con tendencia a la baja, aun cuando todavía se mantienen por encima del objetivo inflacionario.

Desde el punto de vista monetario destaca que en los últimos años el Banco Central ha logrado reducir la presión que los desequilibrios monetarios ejercen sobre los precios, dado el mayor control sobre las principales fuentes de creación de dinero en la economía costarricense.

Por una parte, la flexibilidad cambiaria ha evitado que el exceso de divisas en el mercado cambiario se manifieste en aumentos de la base monetaria, lo cual a su vez evita que deba esterilizar el efecto de la compra de divisas con operaciones que tienen costo financiero. Esto lleva a que la otra fuente tradicional de monetización, el déficit financiero de la Institución, haya moderado su crecimiento.

En particular destaca que en el período 2002-06, el déficit del BCCR fue en promedio 1,4% del PIB, relación que pasó a 0,6% en el quinquenio 2007-11. Esta última relación fue inferior al crecimiento promedio que presentó la demanda por base monetaria expresada en términos del PIB.

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

	2010	2011	Ponderaciones	
			Jul-06	Dic-10
IPC	5,8	4,7		
Regulados	8,6	4,0	21	21
No Regulados	5,1	4,9	79	79
Bienes	4,2	4,1	53	51
Servicios	7,5	5,4	47	49
Transables	1,0	4,6	40	35
No Transables	8,6	4,8	60	65
ISI	3,5	4,5		
IPPI	4,1	8,1		

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[10] Un mayor detalle sobre el comportamiento de la inflación en el 2011 puede ser consultado en el Informe de Inflación, Diciembre 2011 (http://www.bccr.fi.cr/documentos/publicaciones)

[11] La estabilidad cambiaria aminoró la transmisión de la inflación importada sobre la local, en relación con lo registrado en el 2008 e inicios del 2009.

Varios elementos corroboran el proceso de desinflación, entre ellos destacan:

- Un menor grado de dispersión no solo en el tiempo, sino también entre grupos y entre éstos y la inflación global.

  En el 2011 el IPC registró una variación media anual de 4,9% (y una interanual a diciembre de 4,7%), con una desviación estándar que pasó de 3,9 p.p. en el 2009 a 0,3 p.p. dos años después.

  Comportamiento similar se observó en los grupos que conforman la canasta del IPC en relación con el indicador general (la desviación estándar pasó de 4,4 p.p. a 2,6 p.p. en igual lapso).

  Lo anterior quedó de manifiesto en los distintos subíndices que componen el IPC, cuya disparidad se redujo de manera importante en el 2011; por ejemplo, los componentes transable y no transable del IPC mostraron un incremento anual de 4,6% y 4,8%, en ese orden, el grupo de regulados y no regulados crecieron un 4,0% y 4,9% respectivamente, en tanto que los servicios mostraron una tasa de 5,4% y los bienes de 4,1%.

  De igual forma, también disminuyó la dispersión entre la inflación general y la variación del índice subyacente de inflación, indicador que aproxima la inflación de mediano y largo plazo, mostrando est último un incremento de 4,5% en el 2011.

- La reducción en la brecha entre la inflación local y la que muestra América Latina y el grupo de principales socios comerciales del país[12]. Luego de que Costa Rica presentara por varios años una de las inflaciones más altas de América Latina, al término del 2011 fue el cuarto país (al igual que Perú) con el menor incremento en precios de la región.

  Destaca el hecho de que, tradicionalmente, la inflación de Costa Rica presenta gran disparidad con la inflación de los principales socios comerciales, brecha que se ha reducido considerablemente en los dos últimos años.

En relación con las expectativas de inflación, si bien el resultado de la encuesta mensual que formula el Banco Central muestra una reducción sistemática desde el 2008, cuando alcanzó en promedio 11,4%, todavía se ubica por encima del rango meta de inflación.

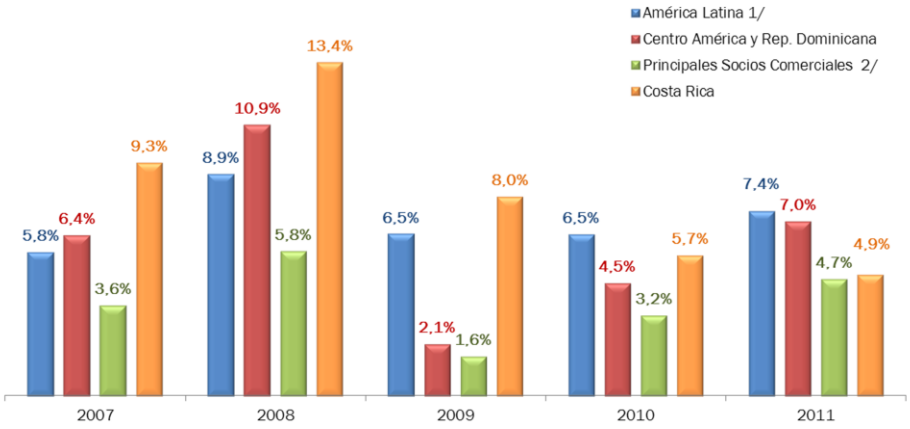
Dado que las expectativas constituyen una de las variables que explican el comportamiento de corto plazo de la inflación[13], el hecho de que haya registrado un valor promedio de 7,2% y 6,7% en el 2010 y 2011, respectivamente, muestra que aun cuando la tendencia es en el sentido requerido por el Banco Central, el proceso de convergencia ha sido lento, lo que hace más difícil

[12] Comprende los 19 países más representativos en el intercambio total de bienes, con los cuales realizó el 86% de su flujo comercial.

[13] Clarida, Galí y Gerther (1999) "The Science of Monetary Policy: a New Keynesian Perspective". Journal of Economic Literature. Vol. XXXVII Dec. Pp.1661-1707. La aplicación de este modelo para el caso de Costa Rica puede encontrarse en "Dinámica inflacionaria y la Nueva Curva de Phillips en Costa Rica". DIE-09-2003-DI/R, en http://www.bccr.fi.cr/ndie/inflacion.htm.

el logro del objetivo inflacionario, en comparación con una situación en donde las expectativas estén consolidadas (ancladas) al nivel de la meta que establece el Banco Central.

Gráfico 3. Inflación en América Latina y principales socios comerciales
-Promedio de variaciones interanuales (%) -



1/ Incluye: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú, Paraguay, Uruguay, Venezuela, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana. Promedio ponderado con el PIB en dólares del 2011.
2 / Incluye: Alemania, Bélgica, Canadá, Colombia, El Salvador, Estados Unidos, España, Francia, Guatemala, Italia, Japón, México, Nicaragua, Países Bajos, Panamá, Reino Unido, Suecia y Venezuela.

Fuente: Elaboración propia con información tomada del Consejo Monetario Centroamericano y de sitios web de bancos centrales de cada país.

Sin embargo, los resultados de las encuestas de perspectiva económica formuladas por el Banco Central son más favorables. Por un lado, de acuerdo con la encuesta trimestral de pespectivas económicas a doce meses, la expectativa de inflación muestra una desaceleración, desde 6,4% en el primer trimestre del 2011 hasta 5,8% en el último trimestre del año, tasa que fue la menor observada desde el 2006. Por otra parte, la encuesta de desempeño y perspectiva empresarial de octubre del 2011, que consulta alrededor de 1.300 empresas, señaló una expectativa de variación promedio anual de precios finales de 5,2% y de insumos de 4,9% para el 2012.

Por último, la tasa de variación interanual del Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI), fue de 8,1% en diciembre del 2011, superior en 4 p.p. a lo observado el año previo. Si bien la evolución de este índice suele interpretarse como un indicador adelantado de los precios al consumidor, es necesario tener presente que, por un lado el IPPI es mayoritariamente un indicador de los precios de la industria manufacturera y por otro, la historia reciente muestra que los traslados de éste hacia el consumidor tienen un rezago y se dan de manera parcial[14], por lo que no es posible afirmar que este repunte en el IPPI necesariamente será seguido en toda su magnitud por el IPC.

[14] Comportamiento que podría estar asociado con elementos de organización industrial.

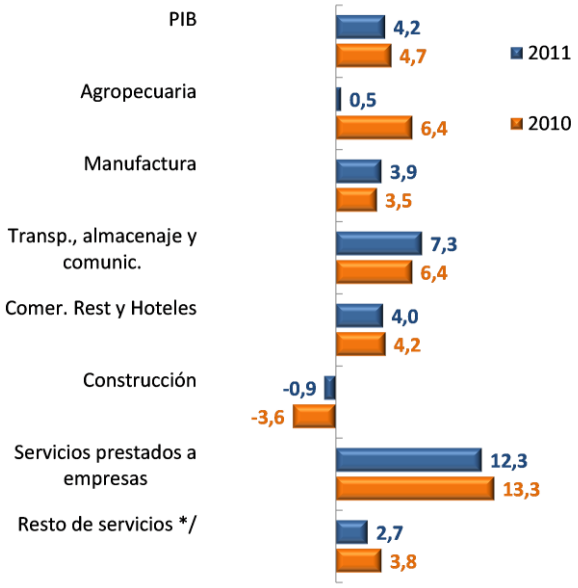
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

2.2.2. Actividad económica

En el 2011 el Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento real de 4,2%, si bien fue inferior en 0,5 p.p. al crecimiento observado un año atrás, el resultado resulta satisfactorio dado que el 2010 presentó un importante efecto de recuperación de la actividad económica, luego de la caída observada en el 2009[15]. El ingreso nacional disponible bruto real creció un 4,2%, similar al resultado del 2010 y acorde con el aumento en la producción[16].

El comportamiento del PIB en el 2011 estuvo liderado por las industrias de transporte, almacenamiento y comunicaciones; manufactura; servicios empresariales y comercio, restaurantes y hoteles. En contraste, la industria agropecuaria mermó su ritmo de crecimiento, de 6,4% a 0,5%[17].

Gráfico 4. Valor Agregado de las principales industrias 2010-11
-Tasas interanuales en porcentajes-



*/ Incluye servicios de electricidad y agua, Intermediación financiera, actividades inmobiliarias, servicios de administración pública; servicios comunales, sociales y personales.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La industria de transporte, almacenamiento y comunicaciones creció un 7,3% en el 2011 (6,4% en 2010), comportamiento asociado a telecomunicaciones[18] y a los servicios vinculados al transporte de mercancías para comercio exterior, donde destacan los servicios de muelles y puertos y transporte de carga por carretera.

En la actividad manufacturera se identificaron dos fases durante el 2011, ambas explicadas por la evolución de las empresas de zona franca. En el primer semestre creció un 0,4% y repuntó a 6,1% en la segunda parte del año, principalmente por las ventas de componentes electrónicos y microprocesadores. Por su parte la producción de las empresas del régimen regular creció a una tasa media anual de 3,6%, destacando la producción de productos de plástico, farmacéuticos, medicamentos, bebidas no alcohólicas, aguas gaseosas y productos de pescado y crustáceos.

[15] Un mayor detalle sobre el efecto de "rebote" en la producción después de la contracción del 2009 puede ser consultado en el Informe de Inflación, Noviembre 2010, (http://www.bccr.fi.cr/documentos/publicaciones)

[16] El empleo presentó un comportamiento congruente con el nivel de actividad económica. El número de asegurados que cotizan a la Caja Costarricense de Seguro Social aumentó a noviembre del 2011 en 59.064 (incluyendo los cotizantes por cuenta propia) respecto a diciembre del 2010, de los cuales un 54% correspondió al sector privado. El mayor incremento en el número de trabajadores de la empresa privada se observó en las industrias de servicios, construcción y manufactura.

[17] Principalmente por condiciones climáticas que afectaron negativamente la producción de banano, piña, caña de azúcar, café y flores y follajes.

[18] Producto de la apertura del mercado de telecomunicaciones, una mayor demanda de servicios de telefonía celular (prepago y postpago), servicio telefónico por Internet e Internet vía cable modem y, de paquetes de servicios conocidos como "triple play".

En la industria de comercio, restaurantes y hoteles cuyo crecimiento fue de 4,0%, la mayoría de los grupos presentaron aportes positivos; destacando las ventas de vehículos, aparatos eléctricos del hogar y electrónicos. Este comportamiento se vincula con la recuperación de la demanda interna y con estrategias de mercadeo y ventas por parte de las empresas.

Por su parte, la evolución de la demanda por servicios prestados al turismo receptor aunada al crecimiento de la demanda interna, incidieron positivamente en las actividades de hoteles y restaurantes.

Desde el punto de vista de los componentes del gasto, la demanda interna mostró un crecimiento de 6,7%, explicada por:

- El mayor consumo privado, congruente con el comportamiento del ingreso disponible real y las condiciones financieras que propiciaron una mayor expansión real del crédito para consumo. Destacó el mayor consumo de bienes durables de origen importado (automóviles, medicamentos y productos alimenticios), servicios de telecomunicaciones y bienes manufacturados de origen local.

- En la formación bruta de capital el mayor impulso provino de la maquinaria y equipo, en línea con la evolución de las importaciones de bienes de capital. La inversión en nuevas construcciones reflejó la recuperación de la construcción privada, en el tanto, la pública puso de manifiesto la subejecución presupuestaria en obras de infraestructura, esto último influido en parte por los esfuerzos por reducir el déficit fiscal, ante la incertidumbre sobre la aprobación del proyecto de Ley Solidaridad Tributaria.

- El gasto de consumo final del gobierno general creció un 1,9% (4,7% en 2010). El escaso crecimiento, similar a lo anotado en el caso de la inversión pública, fue producto de políticas de racionalización y contención del gasto público, resultando en particular un menor crecimiento del gasto en salud, educación y creación de nuevas plazas.

Por su parte, la demanda externa mostró un crecimiento de 7,0% en el año, destacando el repunte en el componente de servicios, básicamente los relacionados con centros de negocios y de llamadas y los vinculados con el transporte de bienes y el turismo.

Las importaciones de bienes y servicios aumentaron a una tasa media anual de 12,2%, impulsadas, principalmente, por materias primas para la manufactura y bienes de consumo final, como parte del proceso de reposición de inventarios. Aunque en menor proporción, destacó el aumento en bienes de capital.

Los términos de intercambio reflejaron un deterioro en la capacidad de compra del país de 0,8%, consecuencia del incremento en el precio de materias primas, particularmente hidrocarburos, cuyo precio en dólares se incrementó cerca de 35%[19]. Este deterioro fue atenuado por la mejora

[19] Corresponde a la comparación del precio medio del cóctel de hidrocarburos en el 2011 respecto al 2010.

en el precio de bienes de exportación, en especial manufacturados (agroindustriales como café y carne), con una tasa media anual de 7,6%.

En síntesis, durante el 2011 la producción fue impulsada principalmente por la demanda interna (toda vez que la demanda externa neta registró un aporte negativo de -2,3 p.p.); pero, al igual que en el año previo, se estima que la brecha del producto continuó siendo negativa y no ejerció presiones por encima de la meta de inflación.

2.2.3. Balanza de pagos

En el 2011 el déficit en cuenta corriente aumentó, de 3,5% a 5,2% del PIB, como consecuencia, principalmente del deterioro de la cuenta comercial , que pasó de 11,2% a 14,1% del PIB. Uno de los factores que incidió en el desbalance comercial fue la mayor factura petrolera, cuyo valor se incrementó EUA$550 millones en el año (1,3% del PIB[20]).

La mayor brecha comercial de bienes, aunada al egreso por renta de factores, fue parcialmente compensada por el incremento en el superávit en las cuentas de servicios y transferencias corrientes.

Por otra parte, en el 2011 la cuenta de capital y financiera ascendió a EUA$2.256 millones, lo cual permitió financiar en su totalidad el déficit en cuenta corriente[21] e incrementar el saldo de reservas internacionales netas (RIN) del Banco Central en EUA$128,6 millones. Al término del 2011 el saldo de RIN fue de EUA$4.756 millones, equivalente a 4,7 meses de las importaciones de mercancías generales, 1,6 veces el saldo de la base monetaria y a un 11,6% del PIB.

Cuadro 4. Balanza de pagos
-millones de dólares-

	2010			2011 1/		
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem	II Sem	Anual
Cuenta corriente (% PIB anual)	**-0,5%**	**-3,0%**	**-3,5%**	**-1,5%**	**-3,6%**	**-5,2%**
Cuenta corriente	**-182**	**-1.093**	**-1.274**	**-632**	**-1.495**	**-2.127**
Bienes	-1.642	-2.418	-4.060	-2.519	-3.255	-5.773
Exportaciones FOB	4.896	4.620	9.516	5.230	5.208	10.439
Importaciones CIF	6.539	7.038	13.577	7.749	8.463	16.212
De los cuales hidrocarburos	819	782	1.601	1.094	1.058	2.151
Servicios	1.606	1.562	3.168	1.904	1.941	3.846
De los cuales viajes	918	667	1.585	964	733	1.697
Renta y transferencias	-145	-236	-382	-18	-182	-200
Cuenta de capital y financiera	**192**	**1.644**	**1.835**	**841**	**1.415**	**2.256**
Cuenta de capital	34	19	54	16	7	22
Cuenta financiera	158	1.624	1.782	825	1.408	2.234
Sector público	20	598	618	-92	351	260
Sector privado	137	1.026	1.164	917	1.057	1.974
De los cuales IED	730	736	1.466	1.048	1.097	2.145
Activos de reserva (-aumento, + disminución)	**-10**	**-551**	**-561**	**-209**	**80**	**-129**

1/ Datos preliminares.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[20] Este incremento fue producto de un efecto precio, dado que el valor unitario del barril del cóctel de hidrocarburos en promedio fue de EUA$116,6 (EUA$86,7 en el 2010) y la cantidad importada prácticamente no cambió. El resultado de la cuenta corriente excluidas las importaciones de hidrocarburos fue un superávit de 0,1% del PIB (0,9% en el 2010).

[21] Influyó el mayor financiamiento neto al sector privado proveniente de inversión extranjera directa, en especial para las actividades de telecomunicaciones y seguros con cerca de EUA$540,0 millones y provenientes de la concesión de dos licencias para explotar el espectro radioeléctrico en el país, así como las inversiones requeridas para poner en operación las dos empresas de telecomunicaciones. Por su parte, la actividad de seguros registró aportes de capital de empresas extranjeras que han incursionado en el país.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

2.2.4. Finanzas públicas

De acuerdo con información preliminar a diciembre del 2011 el resultado financiero acumulado del Sector Público Global Reducido (SPGR) fue deficitario por el equivalente a 5,4% del PIB (5,9% en el 2010); la mejora estuvo determinada por el resultado del Gobierno Central.

El desbalance financiero del Gobierno Central alcanzó ¢848.889 millones (4,1% del PIB) y el déficit primario fue equivalente a un 1,9% del PIB (en ambos casos alrededor de 1,1 p.p. por debajo de los observados en el 2010).

Si bien la mejora relativa en la situación financiera del Gobierno Central reflejó un incremento en la recaudación tributaria y esfuerzos por contener el crecimiento de los egresos, también fue resultado de la subejecución de gastos corrientes y de capital[22], elementos que tendrán repercusiones financieras y reales en los ejercicios económicos siguientes[23]. En particular con la subejecución en el gasto de capital (infraestructura) se reduce la capacidad de crecimiento potencial de la economía.

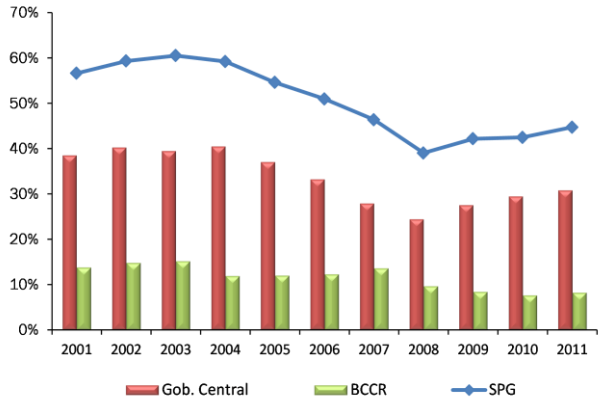
Por su parte, el Banco Central acumuló un déficit de ¢126.372 millones (metodología cuentas monetarias), reflejo, principalmente, del diferencial entre el rendimiento por los activos externos y el costo medio de las operaciones de mercado abierto (OMA)[24].

Cuadro 5. Resultado Financiero Sector Público Global 1/
-acumulado a diciembre como % del PIB-

	2010	2011	Variación
SPGR	-5,9	-5,4	-0,6
BCCR	-0,5	-0,6	0,1
SPNF	-5,5	-4,8	-0,7
Gobierno Central	-5,2	-4,1	-1,1
RSPNF	-0,3	-0,7	0,4

1/ Para el resto del SPNF cifras preliminares.
Fuente: Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.

Gráfico 5. Sector Público Global
Razón de deuda como porcentaje del PIB



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

[22] En la compra de bienes y servicios la subejecución fue de un 36%, tasa dentro del patrón histórico de este rubro. En el caso de la inversión y transferencias de capital, la subejecución fue de alrededor de un 30%, superior a lo observado en el período 2007-10 (22%).

[23] Los ingresos tributarios aumentaron 11,1%, similar a la tasa del 2010, sobresalen los ingresos aduaneros sobre compras externas de bienes de consumo y de capital, los ingresos por impuesto de ventas y renta (personas físicas y jurídicas y sobre intereses de títulos valores). Por su parte, el gasto corriente creció 8,9% impulsado por remuneraciones y transferencias corrientes al sector público y privado, en tanto el de capital bajó en 32,3%.

[24] La tasa promedio efectiva que recibió por los fondos colocados fue 0,27% (expresado en moneda extranjera) mientras que el costo medio de los instrumentos de captación fue de 7,85%. Cabe señalar que el Banco Central presentó un resultado "operativo" positivo al excluir los costos netos por supervisión; sobre este particular la legislación

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

El resto del sector público no financiero reducido (RSPNFR), según cifras preliminares, acumuló un déficit equivalente a 0,7% del PIB (0,3% en el 2010), asociado con la desmejora en la situación financiera, particularmente, de la Refinadora Costarricense de Petróleo y el Instituto Costarricense de Electricidad.

El saldo de la deuda del Sector Público Global alcanzó un nivel de ¢9,3 billones (44,7% del PIB). En particular, como ha sido característico en los últimos años, el Gobierno Central atendió sus requerimientos de financiamiento mediante la colocación de bonos de deuda interna y el uso de parte de los depósitos mantenidos en el Banco Central. Con ello la trayectoria de la deuda en términos del PIB continuó la tendencia creciente iniciada en el 2009; específicamente, en el 2011 este indicador alcanzó un 30,8%, lo que significó un incremento de 1,4 p.p. en relación con el año previo y 3,3 p.p. en relación con el 2009.

Este resultado pone de manifiesto la vulnerabilidad e insostenibilidad de la razón de deuda del Gobierno Central para los próximos años, toda vez que, en ausencia de una reforma fiscal que contribuya a generar el superávit primario (mayores ingresos tributarios y menores gastos primarios) requerido para romper con su tendencia creciente, la razón de deuda continuará creciendo por el círculo vicioso que genera la presión del mayor financiamiento sobre las tasas de interés.

2.2.5. Liquidez, tasas de interés y tipo de cambio

En el 2011 la riqueza financiera total creció a una tasa media anual de 10,9%, similar a la del año previo y conforme con el crecimiento real de la economía y el objetivo de inflación.

Cuadro 6. Agregados Monetarios
-variación porcentual media anual-

	Medio Circulante ampliado 1/			Liquidez Total			Riqueza Financiera Total 3/			Crédito al Sector Privado		
	Moneda nacional	Moneda extranjera 2/	Total 4/	Moneda nacional	Moneda extranjera 2/	Total 4/	Moneda nacional	Moneda extranjera 2/	Total 4/	Moneda nacional	Moneda extranjera 2/	Total 4/
2010												
Enero-Junio	6,1	21,9	12,7	8,7	11,2	9,8	12,1	10,9	11,7	9,6	-2,8	4,4
Julio-Diciembre	12,8	16,7	14,6	9,3	6,5	8,1	12,2	8,1	10,8	11,7	1,0	7,3
Enero-Diciembre	9,5	19,3	13,6	9,0	8,9	8,9	12,2	9,5	11,3	10,7	-0,9	5,9
2011												
Enero-Junio	19,9	11,5	16,0	16,5	3,6	10,8	14,7	3,6	10,9	10,5	10,3	10,4
Julio-Diciembre	18,8	3,7	11,9	13,9	-2,1	6,9	16,2	0,6	10,9	11,1	17,1	13,4
Enero-Diciembre	19,3	7,6	14,0	15,2	0,7	8,9	15,4	2,1	10,9	10,8	13,7	11,9

1/ Comprende numerario en poder del público (colones) y depósitos en colones y en moneda extranjera bajo las figuras de cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.
2/ Expresado en dólares estadounidenses.
3/ Incorpora instrumentos del Banco Central y del Ministerio de Hacienda.
4/ La moneda extranjera no considera efecto de variación en el tipo de cambio.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

establece que el Banco Central debe atender entre un 80% y un 100% de los costos de supervisión, esquema de financiamiento que debe revisarse.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

La mayor colocación de deuda interna por parte del Gobierno restó espacio a la captación de los intermediarios financieros, cuyas obligaciones (liquidez total) crecieron a una tasa media anual de 8,9%, acorde con el crecimiento real del producto y la meta de inflación. Este incremento estuvo concentrado en operaciones en colones, por lo que dio continuidad al proceso de desdolarización financiera observado en los últimos años.

Otro rasgo que sobresale de los agregados monetarios fue la preferencia que mostraron los agentes económicos por mantener activos altamente líquidos, congruente con una mayor demanda interna y un menor costo de oportunidad de mantener efectivo; por ejemplo, el medio circulante, en sus versiones restringida y amplia, indicadores más relacionados con una demanda de dinero por motivo transaccional, registraron una tasa media de variación interanual de 15,4% y 14,2% en el 2011 (10,3% y 13,6%, respectivamente, en el 2010), por encima del crecimiento nominal del producto.

Si bien la liquidez total mostró en el segundo semestre del 2011 tasas de variación interanual menores que las observadas en igual período del 2010 y en la primera parte del 2011, las tasas de crecimiento de la riqueza financiera total fueron relativamente estables, por lo que lo que el comportamiento del primero de estos indicadores reflejó el proceso de desdolarización financiera y el mayor requerimiento de financiamiento interno por parte del Gobierno Central.

En lo que respecta al crédito concedido por los intermediarios financieros al sector privado, en el 2011 éste creció a una tasa media cercana al 12%, que a diferencia de lo observado en las distintas formas de tenencia de ahorro financiero, mostró un repunte en la dolarización del endeudamiento, que se acentuó en la segunda mitad del año.

Esta disparidad relativa entre la moneda en la que los costarricenses ahorran y en la que se endeudan, dio lugar a que el sistema financiero con tal de atender las preferencias de ahorrantes y deudores, redujera su posición externa neta (redujo sus activos externos y aumentó su endeudamiento internacional), toda vez que el flujo de captación en moneda extranjera fue prácticamente nulo en el 2011[25]. Es preciso destacar que este comportamiento incrementa la exposición al riesgo cambiario tanto de deudores como de intermediarios financieros, en un contexto en el que la diferencia entre tipo de cambio mínimo y máximo de la banda cambiaria (al 31 de enero del 2012) es de 43,3%.

Los resultados muestran que por la vía monetaria en el 2011 no se generaron presiones inflacionarias adicionales, toda vez que el componente de "tendencia[26]" de las distintas series de indicadores monetarios (riqueza financiera, liquidez, medio circulante y crédito al sector privado) sugiere que éstos mantuvieron un crecimiento en torno al 10% en el año, congruente con el incremento real del producto y el objetivo inflacionario.

[25] Particularmente en el caso de los depósitos a plazo, éstos presentaron en diciembre del 2011 un saldo similar al nivel medio del primer cuatrimestre del 2009.
[26] El componente de tendencia aísla movimientos de carácter estacional e irregular, por tanto representa movimientos de largo plazo.

En materia de tasas de interés, el 2011 se caracterizó por una relativa estabilidad, tanto a nivel de tasas activas como pasivas[27]. La estabilidad de la inflación y la introducción de una estrategia de control monetario basada en la tasa de interés de corto plazo como principal instrumento de política monetaria incidieron en este comportamiento.

En el 2011 el Banco Central inició una estrategia de control monetario basada en el uso de la tasa de interés como principal instrumento de control monetario, como parte importante del proceso de avance hacia un esquema de metas de inflación. Para ello redefinió el concepto y nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM), con el fin de que ésta constituya el valor de referencia para el precio de la liquidez interbancaria, e introdujo instrumentos para intervenir en el mercado integrado de liquidez (MIL), en procura de que la tasa de interés de muy corto plazo se ubicara en los linderos de la TPM. Con ello busca mejorar el canal de transmisión de la política monetaria. El valor de la TPM fue establecido en 5% y hasta la fecha no ha sido modificado, aunque las presiones recientes al alza en tasas de interés en el mercado local pueden llevar a un ajuste de este valor en el curso del presente año.

Gráfico 6. Tasas de interés promedio sin participación del BCCR
-en porcentajes-

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Los primeros resultados de la nueva estrategia de control monetario presentan un balance positivo. Por un lado se logró acotar la volatilidad de las tasas de interés en el MIL y el precio de la liquidez se ubicó en torno a la TPM[28]. Por otra parte, se observó un aumento en la negociación entre participantes distintos del Banco Central, lo que se estima contribuye a mejorar la profundidad del mercado de dinero y el proceso de formación de precios en dicho mercado. Aunque uno de los objetivos de esta estrategia es mejorar el canal de transmisión de la tasa de interés, a la fecha no es posible evaluar su efectividad, ya que en ausencia de cambios en la TPM no se puede valorar la reacción de las tasas de interés bancarias.

[27] Como referencia, si bien la Tasa Básica Pasiva osciló entre 7,0% y 8,25% (promedio anual 7,50%), parte de los cambios respondieron a movimientos puntuales por la decisión de algunos intermediarios financieros de aumentar el rendimiento para ahorrantes institucionales. La tasa activa promedio del sistema financiero pasó de 18,3% a finales del 2010 a 17,4% un año después.

[28] Esta situación contrasta con lo observado cuando el BCCR no realizaba intervenciones discrecionales y existía únicamente el corredor de tasas de interés formado por las facilidades permanentes de crédito y depósito; en ese lapso la tasa de interés permaneció cerca o en el piso del corredor.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

En el 2011 las operaciones cambiarias del mercado privado y del sector público registraron un incremento, asociado con el mayor volumen de transacciones internacionales registradas en la balanza de pagos. El tipo de cambio se mantuvo estable durante el año con valores en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) ligeramente superiores al límite inferior de la banda cambiaria y con algunos eventos de intervención en defensa de ese valor mínimo por parte del Banco Central, en particular, durante el primer cuatrimestre del año[29].

Las operaciones cambiarias realizadas en el 2011, en conjunto con otros factores, ubicaron el saldo de las reservas internacionales netas en EUA$4.756 millones en diciembre de ese año, monto que en términos del PIB alcanza un 11,6%, el cual es inferior al promedio que mostró la región latinoamericana al término del 2011 (13,5%).

3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2012-13[30]

Dos son los principales condicionantes que se estima incidirán directamente en la evolución de la economía costarricense durante el bienio 2012-13.

En el plano interno, la ausencia de una reforma tributaria que haga sostenible en el mediano y largo plazo el sendero de la razón deuda pública a PIB, constituye una fuente latente de desequilibrio macroeconómico, lo que naturalmente tiene costos.

Los costos de la no reforma fiscal se manifestarán en un mayor endeudamiento interno del Gobierno Central, lo que presiona hacia el alza las tasas de interés y, por tanto, tiende a encarecer el financiamiento de la actividad económica, contrayendo el crecimiento de la economía de 4,2% en el 2011 a 3,8% en el 2012 (en vez de crecer 4,0% como sería el caso en un escenario con reforma fiscal). Para el 2013 se estima un crecimiento anual del PIB de 3,5%, el cual es inferior en un punto porcentual al crecimiento que se observaría en caso de que se apruebe la reforma tributaria.

Otro costo importante, relacionado con las responsabilidades del Banco Central, es que el mayor déficit fiscal limita continuar reduciendo la inflación, excepto por medio de una política monetaria más restrictiva. Ello exacerbaría la presión sobre las tasas de interés en un contexto en el que existe una mayor competencia por los fondos prestables, dados los requerimientos de financiamiento del Gobierno Central.

Igualmente, la teoría económica y la evidencia empírica señalan que la presencia de un desequilibrio fiscal, dada la presión de gasto que ejerce, lleva a un desequilibrio similar en la cuenta corriente de la balanza de pagos, por lo que el ensanchamiento de esta brecha genera otro desequilibrio macroeconómico que puede derivar en inestabilidad cambiaria.

---

[29] Compras de EUA$362,4 millones en el bimestre marzo-abril, de los cuales EUA$334,7 millones se adicionaron al Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales Netas.

[30] La coherencia de estas proyecciones fue evaluada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral, (MMPT) herramienta de análisis que contempla los mecanismos de transmisión de la política monetaria, por lo que la trayectoria supuesta para los instrumentos de política es consecuente con el objetivo de inflación planteado.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Aunado a lo anterior, en el campo internacional, el lento crecimiento de la economía mundial, agravado por una eventual crisis en la Eurozona, con un efecto contagio a nivel mundial, en particular a los Estados Unidos, impone una restricción a las posibilidades de crecimiento de la economía nacional y obliga al Banco Central a prepararse adecuadamente para enfrentar las condiciones externas crecientemente adversas.

Las expectativas para el 2012 apuntan a un incremento moderado en el precio de materias primas. En el caso del petróleo, el acuerdo de liberación de reservas por parte de países miembros de la Agencia Internacional de Energía y el aumento en producción acordado por la Organización de Países Productores y Exportadores de Petróleo (OPEP) para el 2012 podrían afectar a la baja su precio; no obstante, persisten presiones alcistas asociadas con factores geopolíticos en Oriente Medio.

Bajo este panorama, los organismos internacionales ajustaron a la baja sus proyecciones de crecimiento para el bienio 2012-13, particularmente, para la Eurozona. Estiman que el PIB mundial podría expandirse en un rango de 2,5% y 3,3% en el 2012 y entre 2,6% y 3,9% un año después.

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

	Fondo Monetario Internacional		Banco Mundial		Consensus Forecasts	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Mundo	3,3	3,9	2,5	3,1	2,6	2,6
Países Desarrollados	1,2	1,9	1,4	2,0	n.d	n.d
Estados Unidos	1,8	2,2	2,2	2,4	2,2	2,5
Eurozona	-0,5	0,8	-0,3	1,1	-0,3	1,0
Japón	1,7	1,6	1,9	1,6	1,9	1,4
Reino Unido	0,6	2,0	n.d	n.d	0,5	1,8
Países Emergentes	5,4	5,9	5,4	6,0	n.d	n.d
América Latina	3,6	3,9	3,6	4,2	3,5	n.d

Fuente: World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional, Global Economic Prospects del Banco Mundial y Revista Consensus Forecasts, a enero del 2012.

De acuerdo con las perspectivas internacionales, las posibilidades de una mayor expansión de la producción por la vía de las exportaciones están limitadas, siendo por tanto la demanda interna el impulsor del crecimiento interno durante este período. El aumento previsto de la demanda interna estaría apoyado por el comportamiento del ingreso disponible y la estabilidad en las expectativas de empleo.

En este contexto el PIB crecería alrededor de un 3,8% en el 2012 y un 3,5% en el 2013, alcanzando niveles que se estima no generarán presiones inflacionarias adicionales sobre el rango meta de inflación definido en 5 ± 1 p.p.

Cuadro 8. PIB y valor agregado por industria
-variación interanual-

	2011	2012	2013
Producto Interno Bruto real	**4,2%**	**3,8%**	**3,5%**
Agricultura, silvicultura y pesca	0,5%	1,5%	1,2%
Industria manufacturera	3,9%	2,7%	3,2%
Construcción	-0,9%	2,6%	2,8%
Comercio, restaurantes y hoteles	4,0%	3,0%	2,3%
Transporte, almacenaje y comunicaciones	7,3%	7,0%	6,9%
Otros servicios prestados a empresas	12,3%	9,6%	6,0%
Resto */	3,3%	2,9%	2,8%

*/ Incluye minas y canteras, servicios de electricidad y agua, Intermediación financiera, actividades inmobiliarias, servicios de administración pública; servicios comunales, sociales y personales e impuestos netos de subsidios.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

La revisión a la baja en el crecimiento para el 2012 con respecto a lo indicado por el Banco Central en julio del 2011 (4,7%) fue determinada por una tasa de variación para la demanda externa menor a la prevista inicialmente (en 0,8 p.p.) y por el eventual efecto que la presión en tasas de interés asociada al financiamiento del déficit fiscal, tendría sobre la actividad económica interna (efecto negativo estimado en 0,9 p.p.) y con ello sobre la demanda por importaciones (efecto negativo de 0,7 p.p.).

A nivel de industrias los principales supuestos fueron:

- Continúa el liderazgo de industrias como transporte, almacenamiento y comunicaciones, con aumentos en torno al 7,0% anual[31].

- La manufactura presentaría un incremento anual en torno al 3% cada año[32].

- Las industrias de comercio, restaurantes y hoteles y, los servicios prestados a empresas crecerán a un menor ritmo que lo experimentado en años recientes. En el primero de los casos, se esperan tasas del 3,0% en el 2012 y 2,3% en el 2013, en tanto que para los servicios éstas rondarían el 9,6% y 6,0%[33], respectivamente.

- La construcción repuntará (2,6% en el 2012), tanto privada como obra pública[34].

Según componentes del gasto los aspectos relevantes de la estimación son:

- Crecimiento anual de la demanda interna de 4,3% y 3,7% para el bienio en comentario, inferior al promedio observado en el período 2000-11 (4,6%). Este crecimiento estaría determinado principalmente por el consumo privado, por cuanto, según la información

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

	2011	2012	2013
DEMANDA = OFERTA	6,8%	4,4%	4,1%
1 Demanda interna	6,7%	4,3%	3,7%
a. Consumo privado	4,6%	4,2%	3,9%
b. Consumo de Gobierno	1,9%	1,8%	2,6%
c. Inversión Privada	12,2%	7,2%	5,3%
d. Inversión pública	2,3%	0,8%	2,3%
e. Variación de Inventarios (% PIB)	1,7%	1,7%	1,4%
2 Exportaciones	7,0%	4,7%	4,8%
Bienes	5,3%	3,0%	3,4%
Servicios	12,7%	10,4%	8,9%
3 Importaciones	12,2%	5,7%	5,1%
Bienes	13,2%	5,7%	5,0%
Servicios	5,4%	5,1%	5,2%
4 Producto Interno Bruto	4,2%	3,8%	3,5%

Fuente: Banco Central de Costa Rica

[31] La mayor competencia en telecomunicaciones se espera incremente la oferta de nuevos productos en telefonía celular e internet. También se prevé un desempeño positivo en actividades de transporte relacionadas con turismo receptor y comercio exterior de mercancías.
[32] Impulsada por la fabricación de implementos de uso médico, componentes electrónicos y microprocesadores. Para el 2013 se prevé la recuperación del volumen de producción de empresas medianas y grandes del régimen regular.
[33] En el primero de los casos, por la debilidad del crecimiento mundial y del comercio, una menor previsión de turismo receptor y, en general, un menor crecimiento de la demanda interna. Por su parte, se espera que los servicios crezcan a tasas superiores al promedio de la economía, en el tanto el país continúa como destino competitivo para la atracción de empresas que brindan estos servicios (centros de llamadas, centros de servicio y software).
[34] Obras de mejora portuaria, almacenaje de combustibles, modernización de la planta de refinería de petróleo, construcción de carreteras y puentes y proyectos hidroeléctricos.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

contenida en los presupuestos de entidades públicas, el gasto de consumo final del gobierno general crecería en 1,8% y 2,6%, en ese orden.

- Dada la desaceleración en el crecimiento de los precios de las materias primas importadas, se espera una ganancia en los términos de intercambio del orden de 1,6%. En razón de ello y dado el comportamiento previsto para el PIB, el ingreso nacional disponible real aumentaría 4,3% en el 2012 y 3,4% un año después.

- Se prevé que la demanda externa crezca en términos reales a una tasa anual de aproximadamente 4,7%, inferior a la variación promedio del bienio 2010-11 (5,9%). Este comportamiento, dado el escaso crecimiento de nuestros socios comerciales.

- Las importaciones a precios constantes, por su parte, aumentarían en promedio 5,4%, en el 2012-13 respectivamente, inferior al crecimiento medio del bienio 2010-11 (13,1%).

Este comportamiento refleja la desaceleración en compras de materias primas y bienes de capital requeridos para atender la demanda externa de mercancías en regímenes especiales. Las importaciones de mercancías del régimen regular crecerían en promedio a tasas cercanas al 6%.

Dado lo anterior, se prevé que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos alcance un 5,3% y 5,1% del PIB en el 2012 y 2013, en ese orden. Ello refleja un déficit de la balanza comercial mayor al aporte neto del superávit de servicios. Al respecto es preciso recordar que en una economía abierta, como la costarricense, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos es la suma de los excesos de gasto públicos y privados, es por ello que se afirma que el mayor déficit del Gobierno Central tiende a deteriorar el balance externo de la economía.

Dado el comportamiento previsto de las exportaciones en términos reales, se estima que su valor nominal crezca 5,3% anual en el bienio 2012-13. Este comportamiento estaría asociado al desempeño de las ventas externas de productos manufacturados.

Por su parte, las importaciones totales aumentarán 8,7% y 7,4% en el 2012 y

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

	2011 1/	2012	2013
Cuenta corriente	**-2.127**	**-2.294**	**-2.431**
Bienes	-5.773	-6.640	-7.367
Exportaciones FOB	10.439	10.987	11.567
Importaciones CIF	16.212	17.627	18.934
De los cuales hidrocarburos	2.151	2.258	2.336
Servicios	3.846	4.484	5.087
De los cuales viajes	1.697	1.859	2.067
Renta y transferencias	-200	-138	-151
Cuenta de capital y financiera	**2.256**	**2.968**	**3.288**
Cuenta de capital	22	9	9
Cuenta financiera	2.234	2.959	3.279
Sector público	260	213	539
Sector privado	1.974	2.746	2.740
De los cuales IED	2.145	2.250	2.240
Activos de reserva (-aumento, + disminución)	**-129**	**-674**	**-857**
Memorandum			
Cuenta Corriente / PIB	-5,2%	-5,3%	-5,1%
Cuenta Comercial / PIB	-14,1%	-15,2%	-15,6%
Balance de Servicios / PIB	9,4%	10,3%	10,8%
Balance de Renta / PIB	-1,3%	-1,1%	-1,1%
Capital Privado/PIB	4,8%	6,3%	5,8%
Inversión directa/PIB	5,2%	5,1%	4,7%
CC sin Hidrocarburos/PIB	0,1%	-0,1%	-0,2%
Saldo de RIN/PIB	11,6%	12,4%	13,3%

1/ Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

2013, en ese orden. Particularmente, la cotización promedio de hidrocarburos para el 2012 se espera alcance un nivel similar al del 2011 (en torno a EUA$118 por barril), en tanto que los precios futuros en los mercados internacionales sugieren una leve reducción para el 2013. Según estas previsiones el peso de la factura petrolera en términos de la producción rondaría el 5% anual en el bienio 2012-13.

En relación con las operaciones financieras del sector público la previsión contempla flujos netos positivos en el bienio 2012-13, dados los desembolsos programados, los cuales suponen la búsqueda de financiamiento externo para atender el servicio de eurobonos correspondiente al 2013 (EUA$300 millones). El sector estatal continuaría con acceso al crédito del resto del mundo, aunque algunas dependencias públicas han postergado la ejecución de proyectos tales como los relacionados con infraestructura vial que estaban previstos para el 2011; por lo que se espera que su ejecución se realice en el 2012-13.

Tal y como se indicó anteriormente, el déficit fiscal y una potencial crisis financiera en Europa introducen vulnerabilidades para la estabilidad externa de la moneda nacional, por lo que es responsabilidad del Banco Central preparar adecuadamente al país para enfrentar esa creciente fragilidad.

Por tal razón, es imprescindible reforzar la capacidad del país para hacerle frente al riesgo de que se reduzca la inversión extranjera y que ésta resulte insuficiente para financiar el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En virtud de lo anterior, las estimaciones de la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, para el bienio 2012-13 incorporan un programa de acumulación de reservas internacionales (hasta EUA$1.500 millones), con lo cual el saldo de este indicador alcanzaría un 13,3% del PIB del 2013.

Sin embargo, debe tenerse presente que este programa de compra de reservas internacionales es por un máximo de EUA$1.500 millones, pero la determinación del monto y velocidad de compras en los siguientes 23 meses dependerá de los costos inherentes al programa. Dada la meta de inflación establecida en este Programa Macroeconómico, cuanto más altos sean el tipo de cambio y las tasas de interés, tanto más lentas serían las compras y viceversa.

En lo que respecta a las finanzas públicas, las proyecciones contemplan un déficit anual para el Sector Público Global en el 2012-13 superior al observado al término del 2011 (de 5,4% del PIB a 6,7% y 7,8% para 2012 y 2013 en ese orden). Estas proyecciones no consideran aún los efectos de una aprobación del proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria durante el período de este ejercicio. El detalle de estas estimaciones muestra el deterioro creciente de la situación financiera del Gobierno Central, cuyo financiamiento se manifestará en mayores presiones sobre las tasas de interés del sistema financiero.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Por último, se estima que los agregados monetarios en el 2012-13 crecerían de manera congruente con la actividad económica, el objetivo inflacionario y la sostenibilidad de mediano y largo plazo del resultado de la balanza de pagos. El saldo de la riqueza financiera total se estima crecerá alrededor de 14% cada año, y dado el requerimiento de fondos para atender el déficit financiero del Gobierno, la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado se ubicaría en torno a 9,6% y 10,1% en estos años.

4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA

El Banco Central de Costa Rica mantiene su compromiso con la inflación, en acato a lo dispuesto en el artículo 2 de su Ley Orgánica y porque reconoce que la mayor contribución al crecimiento económico sostenible es garantizarle a la sociedad inflaciones bajas, estables y convergentes en el mediano plazo hacia las que muestran los principales socios comerciales del país.

Luego de tres años de observar un proceso de desinflación, que permitió que Costa Rica pasara del grupo de naciones latinoamericanas con inflaciones más altas a ser, en el 2011, conjuntamente con Perú, el país con la cuarta inflación más baja de la región, de nuevo se presentan riesgos y circunstancias que condicionan el continuar, por el momento, con este proceso de desinflación.

A nivel interno el riesgo latente está en el campo fiscal. A pesar del esfuerzo realizado el año anterior para moderar el gasto y mejorar la recaudación de impuestos, los espacios del Gobierno son reducidos, dado el creciente déficit fiscal y los atrasos en el proceso de aprobación del proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria. En ausencia de medidas fiscales, el financiamiento del déficit requerirá de ajustes en tasas de interés con consecuencias directas sobre el sistema financiero y el crecimiento económico. El mantener un objetivo inflacionario como el definido el pasado mes de julio para el año 2012 (4% ± 1 p.p.) significaría endurecer el tono de la política monetaria, lo cual incrementaría las presiones que el Gobierno ya ejerce sobre las tasas de interés.

En el campo externo, ha aumentado la incertidumbre sobre las condiciones económicas en la zona del euro y los efectos probables sobre las economías occidentales, incluida la costarricense.

Bajo estas circunstancias, el Banco Central consideró necesario presentar un Programa Macroeconómico 2012-13 que por el momento no considere los efectos de una reforma tributaria y que incorpore medidas de blindaje financiero que le permitan actuar con la celeridad requerida ante efectos derivados de una eventual crisis internacional. La posición del Banco Central no implica juicio alguno sobre perspectivas en cuanto al trámite de las medidas tributarias, por lo que, en el momento en que éstas sean aprobadas se procederá a revisar la programación macroeconómica.

El Programa Macroeconómico para el bienio 2012-13 plantea como objetivo mantener, durante el 2012 y 2013 la tasa de inflación interanual en un rango definido por 5,0% ± 1 p.p.

Para ello continuará con las acciones tendientes a mejorar el control monetario, procurando consolidar la tasa de interés de corto plazo como principal instrumento de política monetaria; no obstante, en la medida en que las condiciones macroeconómicas lo exijan, el Banco Central podría acudir al uso de otros instrumentos de política que la legislación pone a su disposición.

Además, como parte del blindaje financiero antes comentado, el Programa Macroeconómico 2012-13 incorpora un programa de acumulación de reservas internacionales, durante el período comprendido entre el 1 de febrero del 2012 y el 31 de diciembre del 2013, que permitirá la adquisición de divisas en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) hasta por un máximo EUA$1.500 millones (mayor detalle en el recuadro adjunto). Para ello el Banco Central utilizará una estrategia flexible, que permita adquirir excedentes estacionales en el mercado cambiario, sin que ello afecte la tendencia del tipo de cambio y ponga el riesgo el logro de la meta de inflación.

En adición, para el blindaje de la economía no se descarta establecer convenios con organismos financieros internacionales u otras acciones de política adoptadas en el pasado, sin que ello implique una subordinación del objetivo inflacionario.

En materia cambiaria, el Banco Central mantendrá su compromiso con los parámetros de la banda cambiaria[35] en el corto plazo, sin que ello limite continuar con la transición, gradual y ordenada, hacia la flotación cambiaria y así cumplir uno de los prerrequisitos en el proceso de avance hacia un esquema monetario de metas de inflación.

En línea con lo anterior, el Banco Central continuará apoyando los esfuerzos orientados a incrementar el grado de transparencia en los mercados de negociación de divisas y a promover el desarrollo del mercado de coberturas cambiarias[36]. Además continuará analizando la experiencia internacional en torno a los mecanismos de intervención cambiaria, para considerarlas en el proceso tendiente a la adopción de un régimen de flotación cambiaria[37].

El Banco Central considera necesario que, para el cumplimiento de los objetivos de mediano y largo plazo en términos de una inflación baja y estable, del crecimiento económico, del empleo pleno de los recursos, de la estabilidad tanto del sistema financiero como del sistema de pagos y de la mejora de la competitividad; la situación fiscal retorne a un sendero de sostenibilidad y estima de importancia nacional que se puedan acordar las reformas y medidas para contener y racionalizar el gasto público, así como aumentar los ingresos del Gobierno Central.

---

[35] El Banco Central reconoce que el compromiso con los tipos de cambio de intervención en los límites de la banda podría limitar la eficacia de la política monetaria.

[36] El recuadro 3 del Informe de Inflación de Diciembre 2011 detalla la evolución del mercado de derivados cambiarios en Costa Rica durante el 2011. (http://www.bccr.fi.cr/documentos/publicaciones).

[37] El Capítulo 2 del Informe de Inflación de Diciembre 2011 desarrolla el tema de las intervenciones cambiarias, el cual es particularmente relevante en las economías con regímenes cambiarios flexibles y para los que, como es el caso nuestro, aspiran a un sistema de metas de inflación. En estos esquemas con tipos de cambio flexibles, el banco central limita su participación en el mercado cambiario, para tratar de incrementar la efectividad de la política monetaria; sin embargo, bajo ciertas condiciones predefinidas pueden intervenir en ese mercado (http://www.bccr.fi.cr/documentos/publicaciones).

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

El cuadro 11 presenta las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2012-13 que dan sustento a este programa macroeconómico. El Banco Central seguirá de cerca la evolución de estas variables y reitera su compromiso de realizar los ajustes que requiera la ejecución de sus acciones de política monetaria y cambiaria, en la medida en que cambios en el entorno atenten contra la consecución del objetivo inflacionario planteado.

Ante esta situación el BCCR mantendrá una estrategia de comunicación abierta con la ciudadanía en cuanto a la situación de la coyuntura económica, así como de las medidas de política monetaria y cambiaria que ejecutaría.

Cuadro 11. Principales variables macroeconómicas 2011-13

	2011	2012			2013
		I Sem 1/	II Sem 1/	Anual	
PIB (mill de ¢)	20.735.753			22.588.920	24.572.870
Real	4,2%	4,0%	3,5%	3,8%	3,5%
Nominal	8,9%	8,5%	9,3%	8,9%	8,8%
Deflator implícito	4,5%	4,3%	5,6%	5,0%	5,1%
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	4,2%	4,0%	4,6%	4,3%	3,4%
Inflación (Variación interanual)		**META**			
Medido con IPC	4,7%	**5% (±1 p.p.)**			
Balanza de Pagos					
Cuenta corriente (%PIB)	-5,2%	-1,8%	-3,5%	-5,3%	-5,1%
Cuenta comercial (%PIB)	-14,1%	-6,7%	-8,5%	-15,2%	-15,6%
Cuenta corriente (mill de $)	-2.127	-801	-1.493	-2.294	-2.431
Cuenta de Capital y financiera (mill $)	2.256	1.086	1.882	2.968	3.288
Sector Público	282	194	28	222	548
Sector Privado	1.974	892	1.854	2.746	2.740
Inversión Extranjera Directa	2.145	1.103	1.147	2.250	2.240
Saldo RIN (% PIB)	11,6%	11,5%	12,4%	12,4%	13,3%
Sector Público Global Reducido (% PIB)					
Resultado Financiero	-5,4%	-3,3%	-3,4%	-6,7%	-7,8%
Gobierno Central 3/	-4,1%	-2,2%	-2,2%	-4,5%	-5,5%
Resto SPNF	-0,7%	-0,8%	-0,8%	-1,6%	-1,4%
BCCR	-0,6%	-0,3%	-0,4%	-0,7%	-0,9%
Agregados monetarios y crediticios (variac %) 1/2/					
Riqueza financiera total	11,9%	15,6%	12,7%	14,1%	14,6%
Crédito al sector privado	13,6%	12,4%	7,0%	9,6%	10,1%

1/ En el caso de los datos de PIB y agregados monetarios corresponde a la tasa semestral anualizada.

2/ Moneda extranjera valorada al tipo de cambio promedio del Programa Macroeconómico 2012-13.

3/ Para el 2012-13 corresponde a una estimación del BCCR que toma en cuenta el presupuesto ordinario del Gobierno y consideraciones de su ejecución.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Recuadro 1
Programa de acumulación de reservas internacionales 2012-2013

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica (BCCR) en el artículo 7 de la sesión 5532-2012 del 25 de enero del 2012 acordó poner en ejecución un programa de acumulación de reservas internacionales para el período comprendido entre el 1 de febrero del 2012 y el 31 de diciembre del 2013, que permita la adquisición de divisas en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) hasta por un máximo de US$1.500 millones. Entre los argumentos considerados destacan los siguientes:

i. El artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central establece como principales objetivos, mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas.

ii. Es prudente incrementar los activos externos del país dada la inestabilidad en las condiciones financieras y de liquidez a nivel internacional, asociada a la incertidumbre sobre la efectividad de las medidas aplicadas por países desarrollados para reactivar sus economías, corregir desbalances fiscales y reducir su exposición a la deuda soberana.

iii. La reducción en la calificación de riesgo soberano, principalmente, en países de la periferia de Europa y en Estados Unidos, incrementó las tasas de interés de los préstamos interbancarios a nivel internacional.

iv. Los organismos internacionales continúan revisando a la baja sus proyecciones de crecimiento mundial, en un entorno dominado por la incertidumbre y restricciones fiscales en las principales economías.

v. La economía costarricense registró una relación de reservas internacionales a producto interno bruto de 11,6% al 31 de diciembre del 2011, razón inferior al 13,5% que en promedio mostraron las economías latinoamericanas a igual fecha.

vi. La acumulación de reservas y en consecuencia la ampliación de un "seguro país" si bien tiene costos, estos son menores a los que tendría la economía en caso de enfrentar restricciones en el financiamiento externo.

vii. Es recomendable fortalecer las señales positivas a los mercados financieros tanto nacionales como internacionales sobre la posición de activos externos del país, con los consecuentes beneficios sobre el riesgo soberano (mayor certidumbre sobre la capacidad de pago externo del país).

viii. La esterilización del efecto monetario del programa si bien implica un incremento en el déficit del Banco Central, su nivel continuaría siendo compatible con los objetivos inflacionarios establecidos en el Programa Macroeconómico 2012-13.

La ejecución de este programa se hará conforme con los acuerdos de la Junta Directiva del Banco Central en los artículos 5 y 8 de la sesión 5300-2006 del 13 de octubre del 2006, los cuales establecieron el régimen de banda cambiaria y crearon el Comité de Seguimiento del Mercado Cambiario para que realice las operaciones cambiarias autorizadas al Banco Central, en particular para:

a. Atender requerimientos propios del flujo de caja y del Sector Público no Bancario u objetivos de variación de reservas internacionales contemplados en la programación macroeconómica.

b. Contener presiones excesivas sobre el tipo de cambio que a su criterio correspondan a movimientos estacionales o especulativos (operaciones de estabilización).

c. Defender el compromiso con los valores de tipo de cambio del dólar en los límites inferior y superior de la banda cambiaria.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

5. BALANCE DE RIESGOS

Las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incorporan la mejor información disponible y suponen que el Banco Central de Costa Rica ajustará la postura de su política monetaria para alcanzar el objetivo de inflación. No obstante, como toda proyección macroeconómica, su valor predictivo está condicionado a la no materialización de algunos riesgos.

En este programa macroeconómico se identifican los siguientes factores de riesgo que podrían desviar las proyecciones del bienio 2012-13:

i. Potencial interrupción o encarecimiento en las fuentes de financiamiento externo derivadas de la restricción de liquidez internacional.

ii. Desaceleración económica en las principales economías desarrolladas.

iii. Lenta convergencia de las expectativas de inflación hacia objetivo inflacionario.

iv. La evolución de las finanzas del Gobierno Central. El desempeño de la economía está altamente condicionado por estos indicadores, tal como se aprecia en el recuadro 2 que presenta los resultados para las principales variables macroeconómicas de aprobarse el proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria.

La inestabilidad financiera de la Eurozona, cuyo origen está asociado con la sostenibilidad de los desbalances fiscales y el crecimiento de la deuda externa de algunas economías, se ha incrementado; así mismo, la falta de un acuerdo entre los líderes de la región para la solución de estos problemas, condujo a que Standard & Poor´s (S&P) redujera la calificación de riesgo soberano a Chipre, Francia, Italia, Portugal, España y Eslovenia.

Esta situación y su potencial contagio al sistema financiero internacional han propiciado restricciones de liquidez e incrementos en las tasas de interés de los préstamos interbancarios, tanto en mercados de contado como en sus valores negociados para instrumentos de cobertura (permuta de tasas de interés).

Además, las proyecciones de crecimiento económico mundial han sido objeto de revisiones constantes a la baja, particularmente, para el 2012. Para el 2013 los organismos internacionales prevén un repunte en el crecimiento mundial, en especial, en las economías emergentes.

En este contexto, la demanda por nuestras exportaciones podría restringirse, lo mismo que los influjos de capitales vinculados a la inversión extranjera directa y al endeudamiento externo. En consecuencia, un deterioro mayor del escenario externo, conduciría al Banco Central a valorar el tono de la política monetaria, sea modificando la tasa de interés de política monetaria o eventualmente mediante el uso de otros instrumentos que la Ley Orgánica le faculta.

En relación con los factores de riesgo de origen interno destacan: expectativas de inflación reacias a converger hacia el rango objetivo de precios y un mayor deterioro financiero del Gobierno Central.

El Banco Central todavía no ha logrado anclar las expectativas de inflación a su rango meta de inflación, aunque durante el 2011 se registró un ajuste a la baja en esta variable (el promedio para el período enero-mayo fue de 7,0%, mientras que en el lapso junio-diciembre se redujo a 6,3%).

La permanencia del deterioro financiero del Gobierno Central en un contexto donde el financiamiento externo se torna más limitado, podría manifestarse en presiones al alza de la tasa de interés superiores a lo contemplado en la programación macroeconómica, esta situación afectará negativamente al crecimiento económico futuro, la solvencia de las finanzas públicas y la sostenibilidad de la deuda pública.

En un caso extremo, caracterizado por una restricción de financiamiento externo y altas tasas de interés internas, la Tesorería Nacional podría solicitar al Banco Central financiamiento mediante la emisión de Letras del Tesoro. Si la Junta Directiva accede, la decisión tendría que ser informada a la Asamblea Legislativa a más tardar al día siguiente de tomada la decisión.

El monto máximo que el Banco Central puede financiar al Gobierno bajo esta figura es por el equivalente a un 5% del total de gastos del Presupuesto Ordinario del Gobierno de la República, no pueden utilizarse para cancelar otras Letras del Tesoro, su plazo no puede exceder los 90 días y han de estar canceladas al 31 de diciembre del año en que se realiza la operación.

La última vez que el Gobierno utilizó esta forma de financiamiento fue en octubre de 1994.

El otorgamiento de este tipo de crédito podría tener un efecto monetario limitado o nulo si el Banco Central esteriliza dicha creación de dinero. Al respecto, para que la operación no genere pérdidas al Banco Central, se ha de tener el cuidado de que si la esterilización se realiza con costo financiero, la tasa de estos pasivos ha de ser menor a la tasa que devengarían la Letras del Tesoro, la cual de acuerdo con la Ley del Banco Central no puede ser inferior a la Tasa Básica Pasiva.

Por último, el Banco Central destaca que muchos de los riesgos señalados a lo largo de este documento podrían ser mitigados con la eventual aprobación del proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria, lo que permitiría, entre otros elementos, que el BCCR retome la meta inflacionaria del 4% ± 1 p.p., y que la intensidad del ajuste por la vía de la tasa de interés no tenga los efectos de desaceleración económica que se han señalado reiteradamente.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

El recuadro 2 resume las proyecciones macroeconómicas en un contexto de aprobación del proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria, suponiendo que entra en vigencia en el segundo semestre del 2012. Particularmente destaca en este escenario lo siguiente:

- BCCR puede establecer una menor meta de inflación.
- La reforma fiscal tendría un efecto temporal sobre la variación del IPC.
- Menores tasas de interés y mayor disponibilidad de recursos para el sector privado.
- Mayor crecimiento real y empleo.
- Menores presiones sobre la balanza de pagos.
- Facilita el blindaje de la economía mediante acuerdos de crédito contingente con organismos internacionales.

Recuadro 2
Principales resultados macroeconómicos bajo el escenario de aprobación del proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria

	2011	2012	2013
PIB (mill de ¢)	20.735.753	22.860.118	25.055.293
Real	4,2%	4,0%	4,5%
Nominal	8,9%	10,2%	9,6%
Deflator implícito	4,5%	6,0%	4,9%
Inflación (Variación interanual)		**META**	
Medido con IPC	4,7%	**4% (±1 p.p.)**	
Balanza de Pagos			
Cuenta corriente (%PIB)	-5,2%	-5,2%	-5,4%
Cuenta comercial (%PIB)	-14,1%	-15,1%	-15,6%
Cuenta corriente (mill de $)	-2.127	-2.312	-2.590
Cuenta de Capital y financiera (mill $)	2.256	2.986	3.448
Sector Público	282	222	548
Sector Privado	1.974	2.764	2.900
Inversión Extranjera Directa	2.145	2.330	2.410
Saldo RIN (% PIB)	11,6%	12,3%	13,0%
Sector Público Global Reducido (% PIB)			
Resultado Financiero	-5,4%	-5,2%	-5,0%
Gobierno Central 1/	-4,1%	-3,0%	-2,9%
Resto SPNF	-0,7%	-1,5%	-1,4%
BCCR	-0,6%	-0,7%	-0,7%
Agregados monetarios y crediticios (variac %) 2/			
Riqueza financiera total	11,9%	12,3%	11,4%
Crédito al sector privado	13,6%	10,4%	10,9%

1/ Para el 2012-13 corresponde a una estimación del BCCR que toma en cuenta el presupuesto ordinario del Gobierno y consideraciones de su ejecución.

2/ Moneda extranjera sin efecto de variación cambiaria.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.