BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2012-13

Junta Directiva

Presidente

Dr. Rodrigo Bolaños Zamora

Ministro de Hacienda

M.Sc. Édgar Ayales Esna

Directores

Lic. Jorge Alfaro Alfaro

M.Sc. José Angulo Aguilar

Lcda. Laura Suárez Zamora

M.A. 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 al primer semestre del 2012 así como las perspectivas para los próximos dieciocho meses, y dado que prevalecen los riesgos identificados en el Programa Macroeconómico aprobado en enero del presente año, que justificaron no reducir el objetivo de inflación, éste se mantiene en un 5% para el 2012 y el 2013, en ambos casos con un rango de tolerancia de ±1 punto porcentual (p.p.).

Las condiciones internacionales relevantes para el desempeño de la economía costarricense no han cambiado favorablemente desde la aprobación del Programa Macroeconómico en enero del presente año, más bien muestran signos de que pueden deteriorarse en un futuro cercano. Persiste la incertidumbre acerca de la velocidad de recuperación de la económica mundial, al punto que las perspectivas económicas publicadas recientemente por el Fondo Monetario Internacional revisaron a la baja, con respecto a lo informado en abril de este año, sus proyecciones de crecimiento de la economía mundial para el 2012 y el 2013.

Además, durante las últimas semanas los precios internacionales de los granos básicos han experimentado incrementos, debido a la sequía que enfrentan algunas regiones agrícolas de los Estados Unidos, lo que constituye un riesgo adicional por la transmisión de estos mayores precios hacia otros productos alimenticios y sus eventuales impactos de primera y segunda ronda sobre la inflación internacional. Por su lado, el precio del petróleo si bien se ubicó en niveles similares a los previstos en el Programa de enero, se estima que durante los próximos meses fluctuará en valores inferiores a los registrados durante el primer semestre del 2012.

En la zona del euro, nuevamente existen señales de deterioro. El FMI en su reciente actualización de las perspectivas de la economía mundial advierte que "las tensiones en los mercados financieros y en la entidades soberanas de la periferia de la zona del euro recrudecieron, aproximándose a los niveles de finales del 2011"[2]. Cabe señalar que los niveles de tensión de finales del 2011 fueron de los más altos que se percibieron desde lo más severo de la crisis en 2007-08.

Desde el punto de vista interno, la economía muestra un crecimiento robusto pero con tendencia a desacelerarse, donde preocupa el riesgo que impone sobre la estabilidad macroeconómica el desequilibrio de las cuentas fiscales y las implicaciones que su financiamiento pueda tener sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés, el tipo de cambio y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

---

[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" en DIE-08-2008-DI.

[2] Fondo Monetario Internacional. *"Perspectivas de la economía mundial"*, julio 2012.

A pesar de lo anterior se mantiene un adecuado control de la inflación (el promedio interanual de los últimos 38 meses fue de 5,2% y la tasa interanual a junio del 2012 de 4,6%) y el financiamiento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se realiza, principalmente, con flujos de capital de mediano y largo plazo, lo cual contribuye a la sostenibilidad externa de la moneda, junto con otras entradas de capital externo de menor tamaño y plazo.

Al respecto, es preciso tener presente que la mayor integración comercial y financiera con el resto del mundo, si bien trae beneficios en términos de consumo y bienestar, también implica riesgos, en el tanto un agravamiento de la crisis en la zona del euro podría llevar a una recesión en diferentes partes del mundo desarrollado, que afectaría la demanda por nuestras exportaciones y podría también provocar una interrupción de los flujos de capital hacia los países emergentes. Esto último justifica la importancia de que el país aumente su blindaje frente a esos riesgos, mediante la reducción del desequilibrio fiscal, medidas que no promuevan el ingreso de recursos externos de menor plazo y utilizar las posibilidades de acceso a recursos de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional y el Fondo Latinoamericano de Reservas.

En este contexto, si bien aún no existe espacio para reducir la meta de inflación, el Banco Central se compromete a mantenerla dentro del rango meta, mediante un control monetario apoyado tanto en el uso del encaje mínimo legal como en operaciones diarias de liquidez en las cuales la tasa de interés de corto plazo constituye el instrumento regulador de los excesos de liquidez.

También, estará atento a mantener la estabilidad externa de la moneda nacional, entendida como la sostenibilidad de la balanza de pagos, especialmente buscando mejorar el blindaje externo y procurando compensar los efectos perjudiciales de la entrada de capitales externos volátiles. En ese sentido, conforme a lo anunciado en enero, el Banco Central continuará con el programa de compra de reservas internacionales, de forma tal que permita adquirir excedentes estacionales en el mercado cambiario, a un tipo de cambio bajo y sin que la esterilización del efecto monetario de esas compras ponga en riesgo el logro de la meta de inflación ni añada presiones adicionales significativas sobre las tasas de interés locales.

Asimismo, el Banco Central continuará con el desarrollo del canal de comunicación con la sociedad, con el fin de promover la transparencia y la adecuada formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

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

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN 5
2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2012 7
2.1. Economía internacional 7
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 18
3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2012-13 21
4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA 26
5. BALANCE DE RIESGOS 29

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2012-13[3]

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica presenta la revisión del Programa Macroeconómico 2012-13 en el cual establece sus objetivos y medidas de política para el segundo semestre del 2012 y para el 2013. El programa tiene como marco la estrategia de continuar avanzando, gradual y ordenadamente, hacia un esquema monetario de metas de inflación, para ubicar la inflación, en el mediano plazo, en niveles similares a los que presentan los principales socios comerciales del país (entre 3% y 4% anual)[4]. Además, velará por la sostenibilidad de la balanza de pagos, procurando que el ahorro externo requerido para el financiamiento de la brecha en cuenta corriente provenga de capital de mediano y largo plazo. Lo anterior es congruente con los objetivos prioritarios asignados a la Institución en su Ley Orgánica, de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda.

Luego de experimentar inflaciones de dos dígitos por casi treinta años[5] y de reconocer que en el largo plazo la inflación es determinada por desequilibrios monetarios, que surgen cuando el crecimiento del acervo de dinero supera la variación en la demanda por saldos reales de dinero, el Banco Central ha tomado acciones tendientes a mejorar el control monetario, las cuales han contribuido en el proceso de desinflación que inició en el 2009.

Durante el primer semestre del año la inflación ha estado dentro del rango meta del Programa Macroeconómico aprobado en enero pasado y las previsiones sobre el comportamiento futuro de los determinantes de la inflación la ubican en ese sendero. Por ello, como prevalecen los riesgos señalados a inicios de año que justificaron no reducir la meta de inflación, para lo que resta del 2012 y para el 2013 se mantiene el objetivo de inflación en 5% ±1 punto porcentual (p.p.)[6].

En el contexto interno domina la incertidumbre en cuanto al efecto del financiamiento del sector público sobre las tasas de interés, en el tanto no son claros los medios que serán utilizados para atenderlo. Bajo este panorama el Banco Central optó por suponer que el mayor requerimiento de recursos por parte del Fisco se atiende en el mercado interno, pero aclara que este supuesto no debe ni puede interpretarse como la perspectiva del Banco Central acerca del futuro de proyectos de ley en discusión que buscan mejorar el resultado de las finanzas del Gobierno Central[7].

Supuestos de esta naturaleza cobran relevancia toda vez que concentrar el financiamiento del Gobierno en el mercado interno, dado el ahorro financiero local, genera una competencia por

[3] Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 4 de la sesión 5554 del 23 de julio del 2012.
[4] Para mayor detalle consultar el documento "Inflación Internacional Significativa para Costa Rica", DI-05-2011.
[5] Durante el lapso 80-82 la inflación promedio anual fue de 48% (medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor), de 19% en el período 83-93, de 12,7% en el lapso 94-2008 y de 5,9% del 2009 a junio 2012.
[6] En los últimos tres años el nivel medio de inflación se ubicó en 5,0% (julio 2009-junio 2012).
[7] Actualmente se encuentran en proceso de aprobación en la Asamblea Legislativa algunos proyectos de ley relativos a la administración de las finanzas públicas. Entre ellos destacan: "Ley de Emisión de títulos valores en el mercado internacional y autorización al Poder Ejecutivo de pagar deuda de otras instituciones públicas", Expediente No. 18.042, y "Ley para el manejo eficiente de las finanzas públicas", Expediente No. 18.435.

fondos prestables que limita la posibilidad de financiamiento para el sector privado y presiona al alza las tasas de interés. Las implicaciones del aumento en tasas de interés son diversas:

- De manera directa encarece el costo de la deuda del Gobierno y del Banco Central, y en este último caso lleva a expansiones monetarias futuras, que podrían generar presiones inflacionarias adicionales.

- El encarecimiento de la deuda genera un mayor requerimiento de financiamiento por parte del Gobierno, que compromete aún más la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo.

- Reduce la disponibilidad de fondos para el financiamiento de proyectos de inversión del sector privado, con consecuencias adversas sobre el crecimiento económico. Además, puede tener efectos negativos sobre la calidad de la cartera crediticia, al aumentar el porcentaje de mora de préstamos, particularmente con tasa de interés ajustable.

- Podría incentivar el ingreso de capitales externos de corto plazo, incrementando la disponibilidad de divisas en el mercado cambiario y, con ello generar presiones adicionales para la apreciación del colón. Ello a su vez podría dar lugar a excesos monetarios que podrían requerir ser esterilizados, con el fin de evitar que se manifiesten en presiones inflacionarias.

- Podría retrasar el programa de acumulación de reservas, toda vez que la esterilización del efecto expansivo de estas operaciones debería hacerse a un costo mayor, generando presiones adicionales sobre tasas de interés e inflación.

Establecer la meta inflacionaria en iguales términos a los planteados en enero, lleva a mantener el curso de las acciones de política. El Banco Central continuará con el proceso de mejora del control monetario, en procura de que la tasa de interés de corto plazo constituya uno de los principales instrumentos de política monetaria; apoyado en el uso del encaje mínimo legal y acciones que procuren fortalecer la sostenibilidad de la balanza de pagos, aumentar el blindaje financiero contra choques externos y compensar los efectos negativos de la volatilidad del capital externo, especialmente de corto plazo. En esa línea, también continuará con el desarrollo del canal de comunicación con la sociedad, con el fin de promover la transparencia y la adecuada formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

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

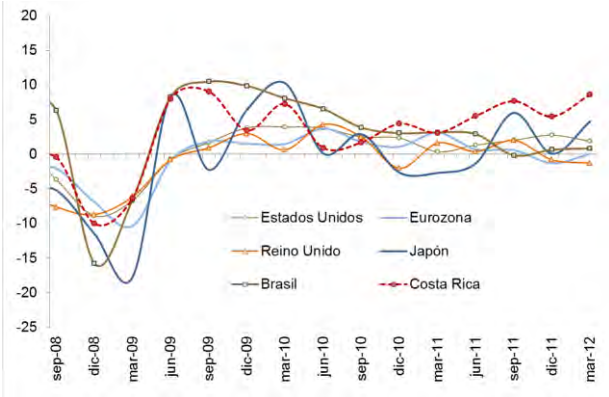
BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2012

2.1. Economía internacional

Durante la primera parte del 2012 continuaron los problemas económicos en la Eurozona, en deterioro principalmente en España y otros países de la periferia europea, y se desaceleró la actividad económica mundial en relación con lo observado en el bienio previo, aunque a un ritmo diferente al comparar los distintos bloques económicos. Esta situación incidió en la desaceleración de la inflación mundial y en los aumentos en indicadores de volatilidad y riesgo soberano y bancario en la zona del euro[8].

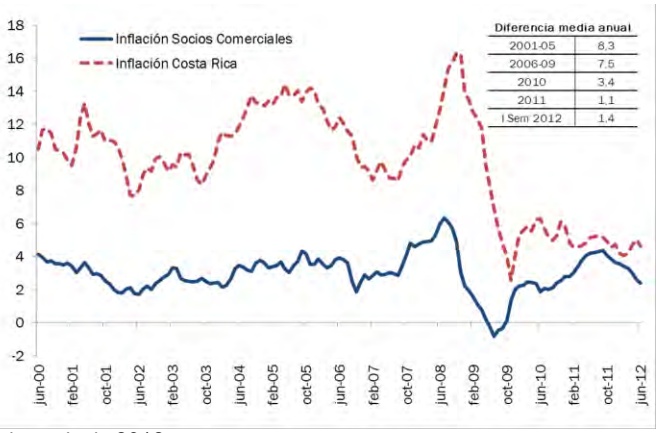
Gráfico 1. Producto Interno Bruto de países seleccionados
-variación % trimestral anualizada-



Fuente: Fondo Monetario Internacional y bancos centrales.

En Estados Unidos el Producto Interno Bruto (PIB) creció a un ritmo moderado, 1,9% en el primer trimestre del 2012 (variación trimestral anualizada), por debajo del 3,0% registrado en el cuarto trimestre del año previo. En la Eurozona el PIB no mostró cambio en relación con el cuarto trimestre del 2011, cuando el producto cayó a una tasa anualizada de 1,3%. La evolución de este indicador estuvo marcada por factores como la reducción en el gasto público en la mayoría de economías de la región y la desaceleración del consumo familiar. Por su parte, América Latina y el resto de las economías emergentes también registraron una desaceleración en el crecimiento económico, ante el debilitamiento de la demanda externa y el deterioro de los términos de intercambio.

Gráfico 2. Inflación de Costa Rica y de sus principales socios comerciales 1/
-variación interanual en %-



1/ Preliminar a junio 2012.
Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

[8] En el segundo trimestre del 2012 el premio por riesgo soberano de algunos países de la Eurozona aumentó con respecto al rendimiento de los bonos de deuda de Alemania a 10 años plazo. Por ejemplo, el rendimiento adicional exigido por la deuda de España, Grecia, Italia e Irlanda subió 33%, 26%, 28% y 3% en ese mismo orden. En julio la tendencia continuó, registrando al día 23 aumentos (con respecto a junio) de 33%, 9%, 22% y 6%, respectivamente.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

La inflación interanual de los principales socios comerciales de Costa Rica alcanzó un 2,4% en junio y, en promedio para el primer semestre del año un 3,1%, lo que ubicó el diferencial entre la inflación local (en promedio de 4,5%) y ese indicador en 1,4 p.p..

Ese resultado es congruente con el proceso de desinflación que caracteriza a Costa Rica desde el 2009 y que ha llevado a una convergencia gradual hacia la inflación de los socios comerciales. Este comportamiento guarda congruencia con uno de los objetivos prioritarios asignados al Banco Central, de procurar la estabilidad interna de la moneda nacional.

A lo largo del primer semestre los precios de materias primas en los mercados internacionales tuvieron un comportamiento diferenciado. Luego de mostrar incrementos en el primer trimestre del año, en el segundo presentaron reducciones que incluso en algunas materias primas ubicaron su precio en niveles inferiores a los observados en el 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 contado promedio			Variación porcentual 2012		Precio promedio en el mercado de futuros en junio del 2012		Variación esperada contra precio contado de junio del 2012	
	dic-11	mar-12	jun-12	I Trim	II Trim	para entrega en dic-12	para entrega en mar-13	para entrega en dic-12	para entrega en mar-13
Petróleo WTI	98,6	106,0	82,4	7,5%	-22,3%	84,2	85,0	2,2%	3,2%
Cobre	343,4	383,6	334,8	11,7%	-12,7%	336,1	337,0	0,4%	0,6%
Trigo	606,7	648,7	655,9	6,9%	1,1%	684,4	704,3	4,3%	7,4%
Soya	1.144,1	1.352,3	1.421,5	18,2%	5,1%	1.338,4	1.309,8	-5,8%	-7,9%
Maíz	602,8	650,7	603,2	7,9%	-7,3%	539,8	551,3	-10,5%	-8,6%
Arroz	14,1	14,4	14,2	2,0%	-1,0%	14,7	15,2	3,3%	6,9%
Café	222,8	185,2	156,8	-16,9%	-15,3%	160,4	164,1	2,3%	4,7%
Azúcar	23,4	24,7	20,4	5,6%	-17,3%	n.d	20,8	n.d	1,6%

Fuente: Bloomberg, consulta realizada 6 de julio del 2012.

En particular, los incrementos observados en el primer trimestre estuvieron vinculados con: i) condiciones climáticas adversas a su producción e incrementos en la cantidad demandada (maíz y soya) y en el caso del petróleo, a problemas geopolíticos relacionados, principalmente, con las restricciones de envío de petróleo desde Irán hacia algunos países de Europa. A partir de abril los precios de las materias primas mostraron una disminución, consecuencia, en parte, del deterioro en las expectativas de recuperación de la economía mundial, ante el agravamiento de la situación fiscal en países de la periferia de Europa.

Por otra parte, la expectativa de variación de precios de materias primas, para el segundo semestre del 2012, según las cotizaciones registradas en junio en el mercado de futuros, indican en particular: estabilidad en el precio del petróleo, alza moderada en trigo y caída en los precios de soya y maíz. Estos efectos llevan a reducir el pronóstico de inflación internacional y por ende a reducir el impacto de la inflación importada sobre la local[9]. Específicamente para el segundo

[9] No obstante, en julio los precios de granos básicos en el mercado internacional reflejaron una presión al alza, motivada por la sequía en ciertas regiones agrícolas de Estados Unidos. Por ejemplo, según consulta en Bloomberg realizada el 20 de julio, el precio promedio de contado del trigo, soya y maíz fue de EUA$838,7, EUA$1.638,3 y EUA$762,6, en ese orden.

semestre del año se tiene previsto una variación interanual del precio en dólares de los bienes importados por el país de 1,3%, lo que contrasta con 4,7% en igual lapso del 2011.

En cuanto a la política monetaria internacional, en los países desarrollados se mantuvo la postura laxa del trienio previo; mientras que en materia fiscal, éstos continuaron en la primera mitad del año con reformas presupuestarias, con énfasis en contención del gasto. Los países emergentes por su parte, revirtieron la política monetaria contractiva que adoptaron en el 2011 para contener el sobrecalentamiento y el aumento en la inflación (en particular China y Brasil).

Específicamente en los primeros siete meses del 2012 destacaron medidas como las siguientes:

- La Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo la tasa de interés de referencia en un rango de 0% y 0,25% e indicó que mantendrá ese nivel hasta finales del 2014. Además, continuó con el programa de venta de bonos del Tesoro de corto plazo y compra de títulos a plazos más largos ("Operation Twist"), para disminuir las tasas de interés en plazos mayores a 10 años.

- El Banco Central Europeo, a inicios de julio, redujo en 25 puntos básicos su tasa de política monetaria, vigente desde diciembre del 2011, para ubicarla en 0,75%; además, puso a disposición de los bancos comerciales una segunda línea de crédito, para promover una mejora en la posición de liquidez de los bancos y aumentar la disponibilidad de crédito para el sector privado.

- El Banco de Inglaterra amplió en dos ocasiones (febrero y julio) su programa de compra de bonos de deuda para un total de £100.000 millones, para aumentar la liquidez de la economía.

- En Asia, el Banco de Japón estableció una meta de inflación de 1% para el 2012 y en dos ocasiones amplió su programa de inyección de liquidez. El Banco Central de China redujo la tasa de política monetaria por primera vez desde el 2008 (de 6,56% a 6,31% a partir del 7 de junio), como complemento a los ajustes en el porcentaje de reserva bancaria (de 21% en diciembre del 2011 a 20% en julio del 2012).

- En América Latina, el Banco Central de Brasil redujo en cinco ocasiones la tasa de interés de política monetaria (de 11% en diciembre a 8% en julio).

Por otra parte, las condiciones en los mercados financieros internacionales fueron menos volátiles durante los primeros tres meses del año con respecto al trimestre previo, en el tanto los esfuerzos realizados en Europa por mantener la estabilidad económica, devolvieron la confianza al mercado, al menos de forma temporal. No obstante, la incertidumbre retornó a partir de abril, dadas las tensiones en Grecia y España[10], lo cual llevó a un incremento en los premios por riesgo soberano de los países de la periferia de Europa.

[10] En Grecia incidió el intento fallido por formar un gobierno de coalición que corrigiera su situación fiscal. España reflejó problemas en su sistema financiero que llevó a plantear su capitalización; en junio el Gobierno español inyectó capital por €23.500 millones, nacionalizó a la Caja Madrid (tercer banco más grande del país) y solicitó ayuda financiera a la Unión Europea por €100.000 millones; a pesar de ello no están claros los detalles de cómo se ejecutará esa ayuda financiera, por lo que prevalece la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Finalmente, el agravamiento de la situación económica en Europa y su incidencia en el sistema financiero también se reflejó en un aumento en la volatilidad de las principales monedas de América Latina. El primer trimestre del año estuvo marcado por el fortalecimiento de la mayoría de las monedas de América Latina frente al dólar de Estados Unidos. Sin embargo, a partir del segundo trimestre dicha tendencia se revirtió en algunas de ellas, debido a que el incremento en la aversión al riesgo se tradujo en una apreciación del dólar, divisa utilizada como refugio por los ahorrantes.

2.2. Economía nacional

2.2.1. Precios

Durante el primer semestre del 2012 la inflación, medida con la variación interanual del IPC, se mantuvo dentro del rango meta del Programa Macroeconómico (5% ± 1 p.p.). De esta manera, continuó el proceso de reducción de inflación iniciado a principios del 2009, que en buena medida refleja el impacto de acciones de política monetaria y cambiaria adoptadas para reducir los excesos de liquidez[11].

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

	2009	2010	2011	2012
Variación porcentual:				
Interanual	8,2	6,3	5,2	4,6
Promedio	13,2	5,2	5,1	4,7

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

La evolución de los principales agregados monetarios y crediticios reflejó la mejora en el control de la liquidez. Al considerar la *tendencia ciclo*[12] de agregados como el medio circulante amplio, la liquidez total y la riqueza financiera total, durante el lapso 2005-08 su crecimiento anual se ubicó en promedio en 22,9%, 22,4% y 19,8%, en ese orden, superior al incremento medio anual del producto nominal (17,9%); por su parte, en el período 2009-12 (hasta el mes de junio) esos indicadores mostraron crecimientos de 8,6%, 10,4% y 11,3%, respectivamente, acordes con el crecimiento anual del producto nominal (9,6%).

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

			Ponderaciones	
	2011	2012	jul-06	dic-11
IPC	**5,2**	**4,6**		
Regulados	7,1	3,7	21	21
No Regulados	4,7	4,9	79	79
Bienes	5,0	3,5	53	50
Servicios	5,4	5,7	47	50
Transables	6,1	1,8	40	35
No Transables	4,7	6,2	60	65
ISI	**4,6**	**3,9**		
IPPI	**11,1**	**3,2**		

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

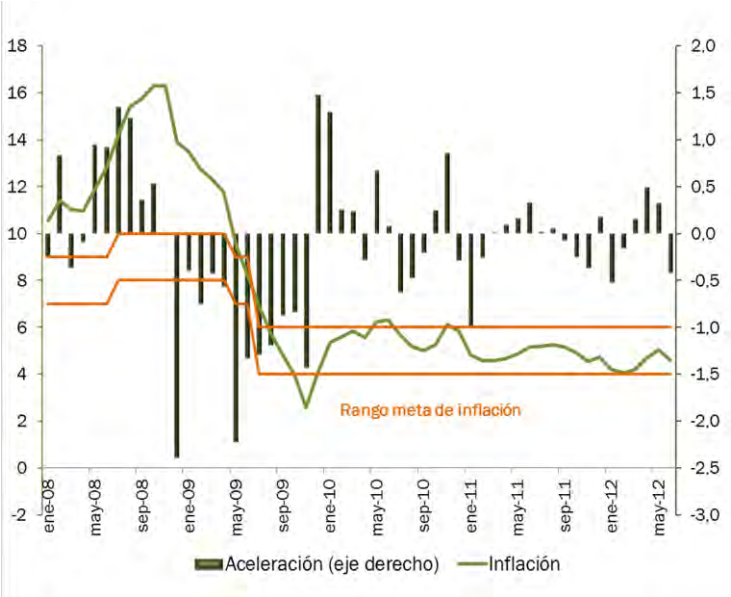
[11] Ello aunado a la tendencia de mediano plazo de reducción del tamaño del déficit del Banco Central, producto de capitalizaciones realizadas en décadas anteriores y el efecto positivo del señoreaje en los años en que el país presentó inflaciones de dos dígitos. Para mayor detalle consultar los Informes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

[12] La tendencia ciclo aísla movimientos de carácter estacional e irregular y por tanto representa movimientos de mediano y largo plazo.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

En el caso del crédito al sector privado, su comportamiento es similar al señalado para los agregados monetarios, con tasas medias de variación en su *tendencia ciclo* de 30,8% y 10,9% en los lapsos mencionados.

Gráfico 3. Inflación, rango meta de inflación y aceleración de la inflación1/
-variación porcentual interanual-



1/ Aceleración: diferencia absoluta entre la tasa interanual de inflación del mes con la correspondiente del mes anterior (puntos porcentuales).

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

En cuanto al comportamiento de los determinantes de la inflación en el corto plazo, brecha del producto[13] y expectativas inflacionarias (influidas éstas por los efectos inerciales sobre las variables precios y costos y comportamiento pasado de los agregados monetarios), éstos no han generado presiones adicionales sobre la inflación. De acuerdo con estimaciones para el primer semestre del 2012, la brecha del producto se ubica en valores muy cercanos a cero; el comportamiento de este indicador será uno de los que influirá sobre las decisiones que tome el BCCR, los próximos trimestres al evaluar la postura de política monetaria.

Por su parte, aun cuando las expectativas de inflación se han ubicado por encima del límite superior del rango meta de inflación es necesario tener presente que:

- Han presentado un proceso de reducción importante. De acuerdo con la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y de Variación del Tipo de Cambio, éstas pasaron de un promedio de 11,4% en el 2008 a 6,7% en el 2011 y 6,2% en el primer semestre del 2012.

- En el lapso agosto 2011-junio 2012 las expectativas se estabilizaron en torno al 6,2%, en promedio. La diferencia con respecto al límite superior de la meta de inflación (0,2 p.p.) se encuentra dentro del margen de error de la encuesta. Cabe señalar que el resultado para el mes de julio ubica este indicador en 5,9%, por primera vez dentro del rango objetivo.

[13] El exceso de gasto cuyo origen se relaciona con desequilibrios en el mercado monetario, se aproxima con la brecha del producto. La brecha es definida como la diferencia entre el producto (PIB) efectivo (como indicador de demanda agregada) y el potencial. Esta diferencia se expresa como un porcentaje del producto potencial.
El producto potencial se refiere al nivel máximo que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, sin que genere presiones inflacionarias.

- Otras encuestas de expectativas de inflación también reflejaron ese proceso de reducción. La Encuesta Trimestral sobre la Evolución de las Perspectivas Económicas ubicó la expectativa de inflación a 12 meses en 5,6% en el primer trimestre del 2012, desde un 6,4%, 6,0% y 5,8% en los trimestres previos. Por su parte, la encuesta de desempeño y perspectiva empresarial (EDPE) realizada en abril-mayo 2012 señaló una variación esperada de los precios de 5,4% para el 2012.

- Los resultados de las diferentes encuestas de expectativas de inflación sugieren que no se esperan "efectos de segunda ronda"[14] y a la vez pueden interpretarse como un mayor grado de confianza de los agentes económicos en el compromiso del Banco Central de mantener la inflación baja y estable.

Aunado a lo anterior, también en el corto plazo las condiciones climáticas internas favorecieron la oferta de productos agrícolas, lo que contribuyó a reducir las presiones inflacionarias locales. Esta situación quedó de manifiesto en una evolución disímil de la inflación a lo largo del primer semestre del año.

En el primer trimestre del 2012 se mantuvo la desaceleración registrada desde finales del 2011, asociada, en mayor medida, con la reducción de los precios de bienes agrícolas. A partir de abril el cambio de tendencia reflejó, en buena parte, el alza de los hidrocarburos en el mercado internacional. Así, en marzo la inflación alcanzó 4,2% (4,7% en diciembre del 2011) y en el segundo trimestre del año se aceleró a 4,8% en promedio.

Por su parte, la inflación de mediano y largo plazo, aproximada, entre otros indicadores, con la variación del Índice Subyacente de Inflación (ISI) y la Inflación de Media Truncada (IMT), se mantuvo dentro del rango meta de inflación, con un valor promedio en los primeros seis meses del 2012 de 4,1% y 5,2%[15] en ese orden. Estos indicadores evidencian la ausencia de presiones adicionales sobre la inflación originadas por demanda interna.

Por último, el Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI), que aproxima la variación promedio de los precios de los bienes producidos por la industria manufacturera para el mercado interno, mantuvo la desaceleración observada en el último cuatrimestre del 2011, al presentar una variación interanual de 3,2% en junio del 2012 (inferior en 7,2 y 4,9 p.p. con respecto a junio y diciembre del 2011, respectivamente). Dado que sus variaciones, si bien con algún rezago, tienden a transmitirse en la cadena productiva e impactar los precios del consumidor final, la desaceleración comentada es congruente con una relativa estabilidad del IPC alrededor del punto medio del rango meta[16].

---

[14] Ocurren cuando los agentes económicos revisan sus expectativas inflacionarias, como consecuencia de ajustes en el precio de algún bien o servicio en particular, y esto se traslada a otros precios.

[15] Para mayor detalle sobre la metodología de medias truncadas consultar documento "*Medias truncadas del IPC como indicadores de inflación subyacente en Costa Rica* DI-01-2011.

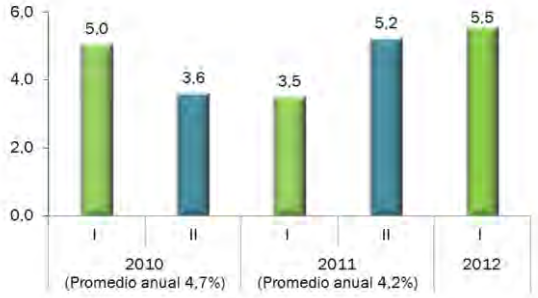
[16] A pesar de su condición de indicador adelantado del IPC la aceleración observada en el IPPI entre enero y agosto del 2011 no se manifestó en la magnitud que se observó durante el 2008, lo cual podría estar asociado con un nivel de demanda agregada inferior al registrado en los años previos a la crisis económica mundial.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

2.2.2. Actividad económica

La actividad económica del país, medida con la tendencia ciclo del Producto Interno Bruto (PIB) real, se estima creció 5,5% en el primer semestre del 2012, cifra superior en 2 p.p. y 0,3 p.p. en comparación con el primero y segundo del 2011, respectivamente.

Gráfico 4. Producto Interno Bruto real semestral 1/
-variación porcentual interanual (serie tendencia ciclo)-



1/ Preliminar 2011-12.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

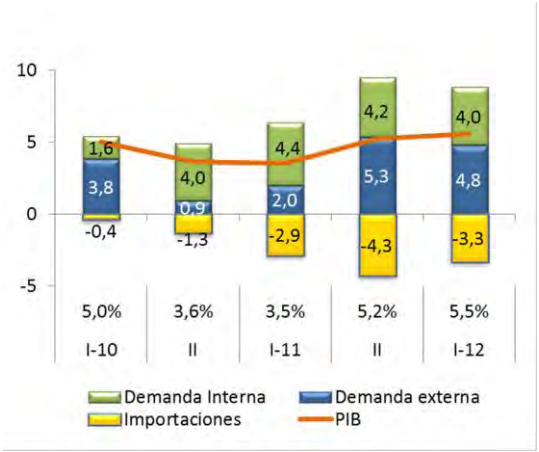
A pesar del panorama internacional incierto por el riesgo de agudización de la crisis en la Eurozona y su impacto negativo en el crecimiento económico mundial, la demanda externa creció un 9,0%. En este resultado destacaron, principalmente, las mayores ventas de empresas adscritas a regímenes especiales, en especial las relacionadas con la producción de microcomponentes electrónicos y, en menor medida, las ventas de productos manufacturados como equipo médico[17], productos alimenticios, productos plásticos y agropecuarios[18], cuyos destinos principales fueron Estados Unidos, China y Europa. Por su parte el incremento de las exportaciones de servicios estuvo asociado a los servicios de centros de llamadas, centros de costo, informática, los vinculados con el transporte de bienes y al turismo receptor.

La demanda interna creció un 4,1% interanual en la primera mitad del 2012 explicado por:

- La aceleración del gasto de consumo final de los hogares, con una tasa de 4,8%[19] (4,6% en igual lapso del 2011), asociada al incremento en el ingreso nacional disponible, que alcanzó 5,3% desde un 3,9% en el primer semestre del 2011 y al mayor uso del crédito bancario.

- El crecimiento de la formación bruta de capital fijo de 9,5%, sustentado en la mayor inversión privada en maquinaria y equipo de origen importado, así como en el aporte de la inversión en infraestructura por parte del sector privado, lo cual compensó el

Gráfico 5. Contribución al crecimiento del PIB
-aporte en p.p. a la tasa de variación (serie tendencia ciclo)-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[17] Equipo de infusión y transfusión, odontología y prótesis oculares.
[18] Destacando la ventas de piña y follajes.
[19] Destacó el consumo de bienes importados, manufacturados, así como el servicio de telecomunicaciones.

retroceso de la inversión pública.

- Contrariamente el gasto de consumo final del Gobierno creció un 1,8%, inferior al 3,0% observado en el mismo período del 2011. Esta desaceleración reflejó en parte las medidas de contención del gasto público[20].

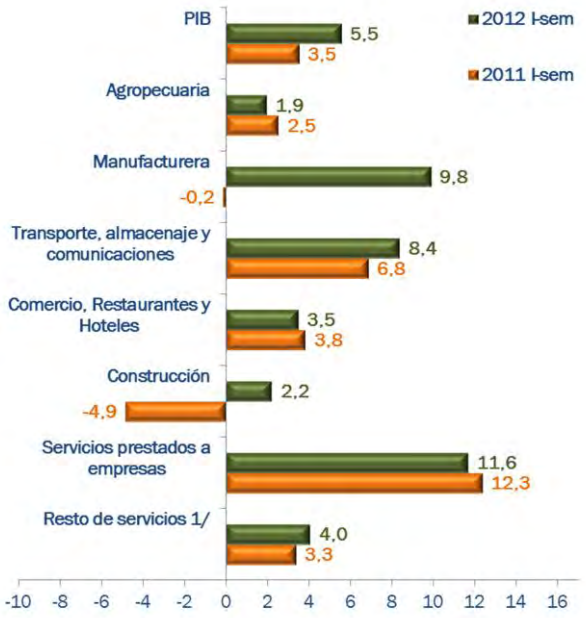
Las importaciones de bienes y servicios registraron una variación interanual de 6,3% (5,6% en 2011), donde destacan las compras de bienes de capital (maquinaria y equipo para telecomunicaciones), bienes de consumo (vehículos, productos alimenticios, farmacéuticos y de tocador) y bienes intermedios para la industria (hierro y cobre).

Ahora bien, según industrias, la producción en el primer semestre del 2012 reflejó principalmente el comportamiento de: a) la manufactura, b) servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones, c) servicios empresariales y d) comercio, restaurantes y hoteles.

La industria manufacturera creció 9,8% (-0,2% en 2011), debido al mejor desempeño de empresas adscritas al régimen de zona franca, exportadoras, en especial, de microprocesadores, equipo médico, productos metálicos y productos alimenticios. En menor medida aportaron las actividades de las empresas amparadas al régimen regular, en particular las vinculadas a la producción de plásticos para la construcción, refinería de azúcar, productos lácteos, café y artículos de papel y cartón.

Gráfico 6. Valor Agregado de las principales industrias 2011-12

-tasas interanuales en porcentajes-



1/ 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.

Los servicos de transporte, almacenamiento y comunicación crecieron un 8,4%, superior en 1,6 p.p. al observado un año antes, destacando las actividades de servicios de telefonía celular, internet y los servicios asociados al turismo (boletos aéreos, autos de alquiler y agencias de viaje) y los relacionados con el comercio exterior de mercancías (muelles y puertos, agencias de aduana y transporte de carga).

[20] Algunas comprendidas en las directrices presidenciales 013-H y 026-H del 2011 y 029-H del 2012.

La actividad de servicios empresariales aumentó un 11,6% (12,3% en 2011), y continuó impulsada por los servicios de centros de llamadas, servicios administrativos y de creación de programas informáticos.

El comercio, restaurantes y hoteles subió 3,5% (3,8% en 2011). El mayor aporte provino de las ventas en el mercado minorista, vehículos, aparatos eléctricos del hogar e insumos para la construcción privada. Además, el repunte en la demanda por servicios prestados al turismo receptor y la demanda interna en general, incidió positivamente en las actividades de hoteles y restaurantes.

La industria de la construcción continuó con su proceso de recuperación iniciado en la última parte del 2010 y por primera vez después de la crisis del 2009 se observaron tasas positivas (2,2%, cuando en el mismo lapso del 2011 fue de -4,9%). Este resultado está asociado con la recuperación de la construcción privada, por cuanto la pública registró una caída de 7,2%, ante problemas de ejecución del gasto programado.

2.2.3. Balanza de pagos

Cifras preliminares al primer semestre del 2012 reflejan mayores transacciones reales y financieras de la economía costarricense con el exterior, en relación con lo observado en igual período del 2011. Para este lapso se estima un déficit en cuenta corriente equivalente a un 1,6% del PIB anual (1,2% en primer semestre del 2011).

Este resultado fue congruente con el crecimiento de la actividad económica local y fue producto de un deterioro en la cuenta comercial y de "renta y transferencias", compensado parcialmente por el mejor desempeño de la balanza de servicios.

Cuadro 4. Balanza de Pagos 1/
-millones de dólares-

	2011			2012
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem
Cuenta corriente/PIB anual (%)	**-1,2**	**-4,1**	**-5,3**	**-1,6**
Cuenta corriente	**-506,8**	**-1.669,1**	**-2.175,9**	**-689,7**
Bienes	-2.498,3	-3.320,0	-5.818,3	-2.728,8
Exportaciones FOB	5.246,0	5.137,1	10.383,1	5.761,8
Importaciones CIF	7.744,2	8.457,2	16.201,4	8.490,7
De los cuales hidrocarburos	1.093,6	1.057,6	2.151,1	1.173,6
Servicios	2.069,4	1.834,4	3.903,8	2.405,1
De los cuales viajes	1.058,2	687,3	1.745,5	1.181,6
Renta y transferencias	-78,0	-183,5	-261,5	-366,0
Cuenta de capital y financiera	**715,7**	**1.592,6**	**2.308,3**	**806,3**
Sector público	4,8	69,4	74,2	-258,3
Sector privado	710,9	1.523,2	2.234,1	1.064,6
De los cuales IED	1.066,3	1.090,4	2.156,6	1.025,2
Activos de reserva (-aumento, + disminución)	**-208,9**	**76,5**	**-132,4**	**-116,6**

1/ Datos estimados para 2012.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El incremento en el déficit comercial reflejó, en buena medida, el mayor pago por concepto de la factura petrolera (EUA$80,0 millones, equivalente a 0,2% del PIB anual) y el incremento en el resto de importaciones regulares (principalmente materias primas y bienes de consumo). El componente de la "renta y trasferencias" puso de manifiesto el dinamismo de las operaciones de empresas adscritas a regímenes especiales de comercio exterior. Por su parte la exportación neta de servicios, en especial los de informática y procesamiento de información, los de apoyo empresarial y, en menor medida, la actividad turística receptiva, incrementaron el superávit, característica que ha estado presente en los últimos años y que pone de manifiesto el cambio en

la composición de la cuenta corriente, por cuanto cada vez más el déficit comercial se financia con las ventas de servicios al exterior.

En el primer semestre del 2012 los flujos netos de la cuenta de capital y financiera registraron un ingreso de EUA$806,3 millones, superior en EUA$90,6 millones a lo observado en igual lapso del 2011. Estos movimientos fueron determinados, en mayor medida, por capital privado, particularmente bajo la figura de inversión extranjera directa, lo cual es satisfactorio bajo la óptica de procurar la sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En lo que respecta a las operaciones del sector público, destacaron las mayores amortizaciones de las empresas del sector público no financiero (incluidas cancelaciones de créditos comerciales con proveedores).

Las transacciones de la cuenta de capital y financiera permitieron financiar el déficit en cuenta corriente e incrementar el saldo de reservas internacionales netas (RIN) del Banco Central en EUA$116,6 millones, para situarlo en EUA$4.869,5 millones. Ese saldo equivale a 11% del PIB del 2012, 4,4 meses de las importaciones de mercancías generales y 1,4 veces la deuda externa de corto plazo (hasta doce meses de vencimiento)[21].

2.2.4. Finanzas públicas

De acuerdo con información preliminar a junio del 2012 el resultado financiero acumulado del Sector Público Global Reducido (SPGR) fue deficitario por el equivalente a 2,3% del PIB nominal estimado para el 2012, e inferior en casi 0,1 p.p. a lo observado en igual lapso del 2011. La reducción estuvo determinada por el menor desequilibrio en las finanzas de todos los subsectores que componen el sector público.

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

	2011	2012	Variación
SPGR	-2,42	-2,34	-0,08
BCCR	-0,31	-0,26	-0,05
SPNF	-2,11	-2,08	-0,03
Gobierno Central	-2,18	-2,15	-0,03
RSPNF	0,07	0,07	0,00

1/ Para el resto del SPNF cifras preliminares.

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

El Gobierno acumuló en el primer semestre del 2012 un déficit financiero de 2,15% del PIB anual (2,18% en igual período del 2011), producto del incremento de 11,7% en la recaudación tributaria (9,5% en 2011) y la desaceleración de 2,0 p.p. en el crecimiento de los gastos corrientes (10,2%)[22].

La evolución de los ingresos estuvo asociada, principalmente, con la recaudación aduanera y del impuesto de ventas internas (12,5% y 12,7%, respectivamente), congruente con el comportamiento de la actividad económica en los primeros meses del año, en particular con las

[21] Este último indicador mide la capacidad de atender compromisos internacionales de corto plazo y es un parámetro para evaluar la vulnerabilidad de los países con acceso a los mercados financieros internacionales.
[22] A junio del 2012, el crecimiento real de los ingresos y gastos del Gobierno fue de 6,5% y 5,7% respectivamente. Cabe destacar que el monto absoluto de los intereses sobre la deuda interna pagados durante los primeros cinco meses del 2012 fue muy parecido al de igual período del 2011. Sin embargo, en junio del 2012 ese rubro mostró una aceleración no despreciable, que responde al mayor saldo de la deuda interna y al aumento en las tasas de interés desde noviembre de 2011.

importaciones y la mayor demanda interna. Además, destacó el crecimiento en la recaudación del tributo sobre los ingresos y utilidades (12,3%).

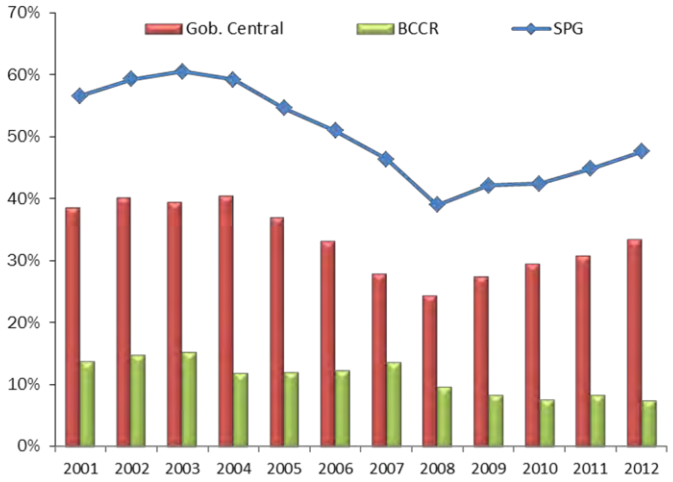
Por otro lado, la contención del gasto se manifestó en una desaceleración en el crecimiento de prácticamente todos sus componentes. Las remuneraciones crecieron 9,4%, el consumo de bienes y servicios un 1,2% y las transferencias corrientes al sector público un 13,2%[23]. Asimismo, el pago de intereses de la deuda creció un 5,3% y los gastos de capital, único rubro que presentó un mayor dinamismo, crecieron un 14,4%.

El comportamiento de los egresos e ingresos del Gobierno Central dio lugar no sólo a un faltante financiero sino también a un déficit primario acumulado a junio de 1,1% del PIB (estimado para el 2012), similar al observado en igual período del año previo.

El resto del sector público no financiero reducido generó durante el período en comentario un superávit financiero acumulado de ¢16.462 millones (cifras preliminares), superior al registrado en igual lapso del 2011 (¢14.143 millones), principalmente, debido al mejor resultado de prácticamente todas las instituciones públicas de la muestra, y explicado por menores gastos de inversión.

Por su parte, el Banco Central registró a junio un déficit financiero acumulado (según metodología cuentas monetarias) de 0,26% del PIB anual, ligeramente inferior al observado en igual período del año anterior[24].

Gráfico 7. Sector Público Global
-razón de deuda como % del PIB a diciembre de cada año[1/]-



1/ El dato del 2012 corresponde a una proyección.

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

En línea con el comportamiento de las finanzas públicas y el hecho de que el Ministerio de Hacienda ha recurrido a la colocación de títulos en el mercado interno para financiar su déficit y atender el servicio de su deuda externa, y a que varias entidades públicas han estado más activas en los mercados domésticos de valores colocando bonos, el saldo de la deuda del Sector Público Global[25] ascendió a ¢10,2 billones en junio del 2012 y se ubicó en 45,2% del PIB y para el cierre del año se estima alcanzaría un nivel en torno al 48%. En términos absolutos significó un

[23] El crecimiento de estos rubros en el mismo lapso del 2011 fue de 12,9%, 14,9% y 9,9% respectivamente.
[24] La mejora relativa obedeció, principalmente, a que se redujo el diferencial entre el costo medio de captación y el rendimiento de los activos externos (de 8 p.p. en el primer semestre del 2011 a 7,4 p.p. en igual lapso del 2012). Este efecto fue parcialmente compensado por la reducción de la proporción de activos con rendimiento a pasivos con costo (de 1,6% a 1,5% entre ambos períodos).
[25] Incluye deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y algunas instituciones públicas.

incremento de ¢977,8 miles de millones en relación con el saldo de diciembre del 2011 y de alrededor de ¢1,6 billones en los últimos doce meses.

Este mayor requerimiento del Gobierno en el mercado interno, dada la evolución reciente del crédito al sector privado, introdujo mayor competencia por fondos prestables y presionó al alza las tasas de interés, con el agravante de que el gasto por financiar ha sido mayoritariamente gasto corriente y no de capital, por lo que la mayor carga por deuda pública no necesariamente tendrá asociadas implicaciones positivas sobre la producción y los ingresos públicos.

2.2.5. Liquidez, tasas de interés y tipo de cambio

Durante los primeros seis meses del año destacó la mayor preferencia relativa por instrumentos en moneda nacional y de deuda del Gobierno Central. Dado lo anterior continuó el proceso de desdolarización del ahorro financiero[26] y se registraron crecimientos desiguales en los distintos agregados monetarios; no obstante, la medición amplia de ahorro financiero identificada como riqueza financiera, mostró tasas similares a las observadas en años previos.

El crédito al sector privado presentó en junio del 2012 una variación acumulada de 6,2%, superior a la observada un año antes (3,8%) y un crecimiento interanual promedio de 15,3%, lo que puso de manifiesto la aceleración que experimentó este agregado a partir de la segunda mitad del 2011, particularmente la cartera denominada en moneda extranjera. Los bancos han financiado parte del aumento en la oferta de crédito en moneda extranjera con la reducción de sus activos líquidos en el exterior y el mayor uso de endeudamiento externo; estas fuentes, especialmente las de menor plazo, están expuestas a un mayor riesgo de volatilidad en los mercados internacionales, por lo que el Banco Central estará atento al comportamiento de estos flujos.

La evolución de los agregados monetarios y crediticios (riqueza financiera, liquidez, medio circulante y crédito al sector privado) no ha generado presiones inflacionarias adicionales a la meta, toda vez que su componente de "*tendencia-ciclo*" sugiere que éstos mantuvieron variaciones congruentes con el crecimiento real del producto y el objetivo inflacionario del Banco Central. Esto se aplica principalmente para agregados en colones, porque los correspondientes en moneda extranjera presentaron tasas de variación más bajas ante el cambio en las preferencias de los ahorrantes.

[26] El componente en moneda nacional de la riqueza financiera total pasó de representar un 68,5% en junio del 2011 a 71% un año después.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Cuadro 6. Agregados Monetarios y Crédito al Sector Privado[1/]
-promedio de la variación porcentual interanual-

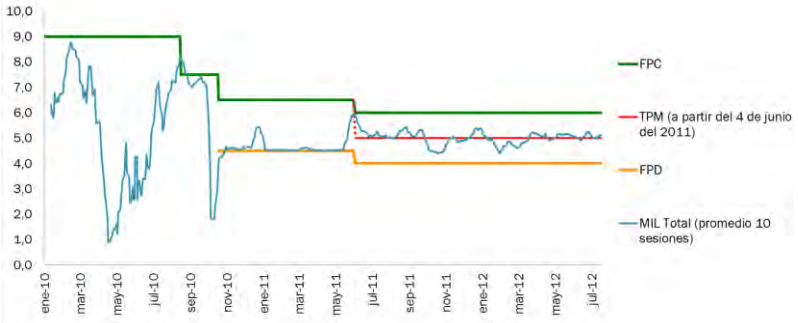
	Medio Circulante ampliado [2/]			Liquidez Total			Riqueza Financiera Total [4/]			Crédito al Sector Privado		
	Moneda nacional	Moneda extranjera [3/]	Total [5/]	Moneda nacional	Moneda extranjera [3/]	Total [5/]	Moneda nacional	Moneda extranjera [3/]	Total [5/]	Moneda nacional	Moneda extranjera [3/]	Total [5/]
2010												
Enero-Junio	6,1	21,9	12,7	8,7	11,2	9,8	12,1	10,9	11,7	9,6	-2,8	4,3
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	13,7	9,0	8,9	8,9	12,2	9,5	11,2	10,7	-0,9	5,8
2011												
Enero-Junio	19,9	11,5	16,0	16,7	3,6	10,9	14,8	3,6	10,9	10,5	10,3	10,4
Julio-Diciembre	18,8	3,8	12,0	14,0	-2,0	7,0	16,3	0,8	11,0	11,3	17,1	13,5
Enero-Diciembre	19,3	7,7	14,0	15,4	0,8	8,9	15,5	2,2	10,9	10,9	13,7	12,0
2012												
Enero-Junio	10,5	2,7	7,1	11,1	1,8	7,3	16,3	5,7	12,9	14,5	16,5	15,3

1/ Comprende Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de vivienda y Caja de Ande. Cifras preliminares a junio 2012.
2/ Comprende numerario en poder del público (colones) y depósitos en colones y en moneda extranjera bajo las figuras de cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.
3/ Expresado en dólares estadounidenses.
4/ Incluye liquidez de Otras Sociedades de Depósito e instrumentos del Banco Central y del Ministerio de Hacienda.
5/ En los casos que el agregado incluye instrumentos en colones e instrumentos en moneda extranjera, se elimina el efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por otra parte, dada la relativa estabilidad de la inflación y la ausencia de presiones inflacionarias internas adicionales, en el primer semestre del año la Junta Directiva no modificó la tasa de política monetaria (TPM) ni el corredor de tasas de interés del Mercado Integrado de Liquidez (MIL).

Gráfico 8. Tasas de interés promedio en el MIL
-en porcentajes-



TPM: Tasa de Política Monetaria, FPC: tasa de interés de la facilidad permanente de crédito, FPD: tasa de interés de la facilidad permanente de depósito.
Cifras al 20 de julio del 2012.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

La estabilidad relativa del costo de la liquidez en el MIL no necesariamente se manifestó en el comportamiento de las tasas de interés en otros mercados de negociación, como la Rueda de Recompras (REPO) o el Mercado de Dinero de la Bolsa Nacional de Valores (MEDI). Lo anterior pone en evidencia la necesidad de avanzar en la integración de los mercados de dinero, con un mejor funcionamiento de procesos de arbitraje entre mercados. En ese sentido existen varias iniciativas que procuran fortalecer el marco institucional del mercado de valores, en especial el proyecto de Desarrollo del Mercado de Valores que impulsa el Poder Ejecutivo con apoyo del Banco Central y del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.

Gráfico 9. Tasas de interés en mercados de dinero[1/]
-en porcentajes-

1/ Corresponde a promedios móviles de diez sesiones.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

En materia de deuda y acorde con el comportamiento del mercado, el Banco Central modificó las tasas de interés de sus instrumentos de deuda (depósitos electrónicos a plazos mayores de 30 días y Bonos de Estabilización Monetaria). Particularmente, como consecuencia de la competencia por fondos prestables, ante el mayor requerimiento de recursos por parte del Gobierno y otras entidades públicas y la dinámica del crédito al sector privado, las tasas de interés mostraron una tendencia al alza, concentrada en el primer trimestre del año.

Esta situación quedó de manifiesto en indicadores como la tasa básica pasiva (TBP), que alcanzó los niveles más altos desde octubre del 2009; dada la estabilidad relativa de la inflación, de las expectativas de inflación y de variación cambiaria, estos ajustes llevaron a un incremento en la tasa de interés real y en el premio por ahorrar en colones[27].

Por su parte, las condiciones del mercado cambiario generaron presiones a la baja en el tipo de cambio, en especial al término del primer semestre del año y la primera quincena de julio, que ubicaron el precio de la divisa en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX), en algunas sesiones, en el límite inferior de la banda cambiaria. Esas compras de moneda extranjera del Banco Central formaron parte del Programa de Acumulación de Reservas Internacionales Netas[28] aprobado por la Junta Directiva, que acumuló EUA$182,5 millones al 23 de julio del 2012.

El comportamiento del mercado cambiario en el primer semestre del 2012, si bien reflejó un menor superávit del sector privado, puso de manifiesto un incremento en la "oferta disponible" de

[27] La TBP expresada en términos reales (construida con la expectativa de inflación) pasó de un promedio anual de 0,2% en el 2011 a 2,3% en el primer semestre del año. En igual período, el premio por ahorrar en colones aumentó en 1,2 p.p., tomando como referencia de tasa de interés en moneda extranjera la del Banco Nacional a seis meses plazo y la expectativa de variación del tipo de cambio.

[28] Su propósito es incrementar el "blindaje financiero" de la economía mediante la adquisición de divisas en el MONEX al menor costo posible y sin influenciar el tipo de cambio en una dirección determinada.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

divisas asociado a la obtención de financiamiento externo por parte de algunas empresas públicas y bancarias, que redujo el requerimiento promedio diario de divisas por parte del Sector Público no Bancario (SPNB). Mientras en el primer semestre del 2012 el SPNB demandó un promedio diario de $8,5 millones, un año atrás ese requerimiento fue de $9,7 millones.

3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2012-13

Este ejercicio mantiene los principales condicionantes identificados en el Programa Macroeconómico 2012-13 aprobado en enero pasado, por un lado las presiones de cómo el Gobierno atenderá sus requerimientos de financiamiento y por otro, la lenta recuperación de la economía mundial.

La dinámica de la deuda pública y la ausencia de una reforma fiscal que haga sostenible en el mediano y largo plazo la trayectoria de la razón deuda pública a PIB, constituye en el plano interno una fuente latente de desequilibrio macroeconómico. Los costos de no realizar esa reforma empezaron a manifestarse con mayor fuerza en el primer semestre del 2012, con un mayor endeudamiento interno del Gobierno Central, presiones al alza de las tasas de interés y, por tanto, el encarecimiento del financiamiento de la actividad económica.

Es más, podría afirmarse que esa situación fiscal afecta el comportamiento del tipo de cambio real. Por un lado, en la medida en que el sector público presiona con mayor intensidad los precios de los bienes y servicios no transables en comparación con los transables, lleva a una apreciación del tipo de cambio real (apreciación real del colón). Por otra, el cómo se financia el Estado tiene incidencia, en el tanto el incremento en las tasas de interés en colones incentiva el endeudamiento externo (público y privado), lo cual incrementa la disponibilidad de dólares en la economía, con el consecuente efecto de reducir el tipo de cambio nominal.

Por su parte, el lento crecimiento de la economía mundial, agravado por la crisis en la Eurozona y su efecto contagio a nivel mundial, impone una restricción a las posibilidades de crecimiento de la economía nacional y obliga al Banco Central a prepararse adecuadamente para enfrentar condiciones externas adversas.

Las previsiones sobre el crecimiento económico mundial señalan:

- Pérdida de dinamismo de la actividad económica en el 2012, con una recuperación a partir del siguiente año.

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

	Fondo Monetario Internacional			Banco Mundial		Consensus Forecasts	
	2011	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Mundo	3,9	3,5	3,9	2,5	3,0	2,5	2,9
Países Desarrollados	1,6	1,4	1,9	1,4	1,9	n.d	n.d
Estados Unidos	*1,7*	2,0	2,3	2,1	2,4	2,1	2,3
Eurozona	*1,5*	-0,3	0,7	-0,3	0,7	-0,5	0,5
Alemania	*3,1*	1,0	1,4	n.d	n.d	0,9	1,3
Japón	*-0,7*	2,4	1,5	2,4	1,5	2,5	1,4
Reino Unido	*0,7*	0,2	1,4	n.d	n.d	0,1	1,6
Países Emergentes	6,2	5,6	5,9	5,3	5,9	n.d	n.d
China	9,2	8,0	8,5	8,2	8,6	n.d	n.d
Brasil	2,7	2,5	4,6	2,9	4,2	2,4	4,2
América Latina	*4,5*	3,4	4,2	3,5	4,1	3,3	4,0

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

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

- Revisión a la baja en relación con pronósticos previos. Particularmente el Fondo Monetario Internacional (FMI) a inicios de la segunda quincena de julio revisó a la baja sus proyecciones para la economía mundial, 0,1 p.p. y 0,2 p.p. para el 2012 y el 2013, con respecto a la proyección publicada en abril pasado. Los principales argumentos se relacionan con el aumento de las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro y en un crecimiento menor al previsto para las economías emergentes.

Bajo ese contexto externo, se prevé que la actividad económica costarricense esté impulsada por la demanda interna en los próximos dieciocho meses. Para el 2012 y 2013 el Banco Central revisó al alza su pronóstico de crecimiento, para ubicarlos en 4,8% y 4,2% respectivamente, tasas similares al promedio de crecimiento de los últimos seis años (4,6%) y superiores a los considerados en el Programa Macroeconómico de enero del presente año (3,8% y 3,5%, respectivamente), para mayor detalle ver recuadro 1.

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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Según componentes del gasto, la demanda agregada crecería 4,7% en el 2012 y 4,3% un año después; por su aporte relativo, su evolución sería determinada primordialmente por la demanda interna. El comportamiento de la demanda interna obedecería a un incremento en el consumo privado en razón del mayor ingreso nacional disponible[29] (5,4% y 5,0% en 2012-13) y el aumento en la colocación de crédito bancario.

Por su parte, la formación bruta de capital fijo en el 2012 respondería al incremento en maquinaria y equipo (10,1%) y en nuevas construcciones (3,3%).

Con respecto al consumo del Gobierno, luego de presentar un crecimiento de 2,8% en el 2011, se espera una desaceleración en respuesta a las medidas de contención del gasto público. Para 2012 la tasa prevista es de 1,8% y de 2,6% un año después.

En relación con el comercio exterior, se estima que el volumen de ventas externas crecerá en promedio anual un 4,3% en el bienio 2012-13, acorde con la evolución esperada de las industrias que se dedican a la exportación. Por su parte, las importaciones presentarían una variación promedio anual de 4,4%, cuya desaceleración en relación con el 2011 responde, en buena medida, a menores compras de materias primas por parte de empresas adscritas a regímenes especiales.

[29] Para el bienio 2012-13 se prevé una mejora de los términos de intercambio, dada la reducción del precio de los combustibles estimada para el segundo semestre del 2012 y el 2013.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

En términos de la composición de la producción por industrias, las que más aportarían al crecimiento son las dedicadas a satisfacer la demanda interna en el siguiente orden:

- La industria de transporte almacenamiento y comunicaciones se estima crecerá un 7,7% en el 2012 y un 7,0% en el 2013. Este rubro estaría liderado por telecomunicaciones, en especial por telefonía móvil, internet y servicios de telefonía de voz sobre IP. Adicionalmente, destaca el incremento de los servicios ligados al turismo receptor.

Cuadro 9. Producto interno bruto y valor agregado por industria
-variación porcentual interanual-

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

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- La industria manufacturera crecería 4,8% y 3,5% en el 2012 y 2013. El resultado previsto para el 2012 responde a la mayor actividad productiva de las empresas que funcionan con los incentivos tributarios de los denominados regímenes especiales. El crecimiento del 2013 supone una desaceleración de la demanda externa por productos manufacturados, acorde con proyecciones de crecimiento mundial.

- Otros servicios prestados a empresas se espera crezcan en 9,9% y 8,6% en el 2012 y 2013, en ese orden, tasas que si bien superan al promedio de la economía, tienden a moderarse.

- La actividad de comercio restaurantes y hoteles crecerá en el orden de 3,4% en el 2012 y 2,7% en el 2013. En el 2012 se estima estará influido por la comercialización de vehículos, aparatos eléctricos y del hogar, hierro y maquinaria y la afluencia de turistas al país.

- La actividad de la construcción crecerá un 3,3% en el 2012 y un 3,7% en el 2013, en mayor medida por la evolución de la construcción privada.

- La actividad agropecuaria aumentaría 2,0% en el 2012, sustentada en la producción de piña y leche[30] y, en menor medida, por caña de azúcar y yuca. Otros productos como banano, arroz, café, y melón reducirán su nivel de actividad[31]. Para el 2013 se espera que la actividad se acelere en 0,4 p.p. debido principalmente a la recuperación en la producción de banano y

[30] En el caso de la piña incidieron condiciones climáticas que favorecieron su producción en el primer trimestre del año, en tanto que en la industria lechera favorece el crecimiento en las exportaciones al mercado centroamericano.
[31] La estimación de la actividad agropecuaria para el período 2012-13 no considera los efectos del fenómeno "El Niño" que de acuerdo con el Instituto Meteorológico Nacional podría manifestarse durante el segundo semestre de este año, propiciando una reducción en la cantidad de lluvia en el Valle Central y en la zona costera del Pacífico costarricense. No se dispone de estimaciones específicas acerca de la magnitud y permanencia de estos efectos.

en menor medida, a la producción de piña que se espera crezca a tasas mayores que esta industria pero ligeramente más bajas que las registradas en este cultivo en el 2012.

Las estimaciones del resultado de las transacciones externas para el bienio 2012-13, indican que el déficit en cuenta corriente se ubicará en 5,4% y 5,3% del PIB en cada uno de esos años respectivamente. En general, se prevé un deterioro de la balanza comercial y un mayor aporte del superávit de servicios.

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

	2011	2012	2013
Cuenta corriente	**-2.175,9**	**-2.383,0**	**-2.511,5**
Bienes	-5.818,3	-6.214,6	-6.813,4
Exportaciones FOB	10.383,1	11.020,2	11.538,4
Importaciones CIF	16.201,4	17.234,7	18.351,8
Hidrocarburos	2.151,1	2.247,9	2.279,7
Servicios	3.903,8	4.526,0	5.067,7
Viajes	1.745,5	1.955,2	2.130,1
Renta y transferencias	-261,5	-694,4	-765,7
Cuenta de capital y financiera	**2.308,3**	**2.792,6**	**3.052,7**
Sector público	74,2	-210,9	3,8
Sector privado	2.234,1	3.003,5	3.048,9
IED	2.156,6	2.200,0	2.250,0
Activos de reserva (-aumento, + disminución)	**-132,4**	**-409,6**	**-541,2**
Memorandum			
Cuenta Corriente/PIB	-5,3%	-5,4%	-5,3%
Cuenta Comercial/PIB	-14,2%	-14,1%	-14,5%
Balance de Servicios/PIB	9,6%	10,2%	10,8%
Balance de Renta/PIB	-1,4%	-2,3%	-2,3%
Capital Privado/PIB	5,5%	6,8%	6,5%
Inversión extranjera directa (IED)/PIB	5,3%	5,0%	4,8%
CC sin Hidrocarburos/PIB	-0,1%	-0,3%	-0,5%
Saldo de RIN/PIB	11,6%	11,7%	12,1%

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el segundo semestre del 2012 la brecha en la cuenta corriente se situaría en 3,8% del PIB anual[32], inferior a la observada en igual lapso del año previo (4,1%), por cuanto estaría reflejando, en buena medida, una desaceleración de las importaciones, acorde con el menor dinamismo en la actividad económica local.

Se estima un precio promedio anual del cóctel de hidrocarburos de EUA$118,6 por barril en el 2012, (EUA$116,6 en el 2011) que incrementaría la factura petrolera en EUA$97 millones en el año. Este incremento está concentrado en la primera parte del año, pues las proyecciones de precios a futuro en los mercados internacionales sugieren menores cotizaciones en el segundo semestre y para el 2013. Particularmente para el segundo semestre se prevé una caída en el precio promedio de cóctel de EUA$122,2 a EUA$114,9 por barril y para 2013 un valor medio de EUA$116 por barril.

Las tasas de crecimiento del comercio de bienes observadas en el 2011 tenderán a desacelerarse en el bienio 2012-13. Esta previsión considera que la situación económica mundial continuaría incierta principalmente en la zona europea que estaría en recesión durante el 2012 y un lento crecimiento para Estados Unidos, lo que influiría en el desempeño del comercio mundial.

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

	2011	2012	2013
		Nominal	
Exportaciones	9,1	6,1	4,7
Importaciones	19,3	6,4	6,5
		Real	
Exportaciones	5,5	4,4	2,0
Importaciones	13,1	4,4	4,1

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[32] El segundo semestre de cada año suele presentar un mayor déficit en cuenta corriente en comparación con el resultado del primer semestre, diferencia que se explica por factores estacionales de las exportaciones de bienes y servicios, que se concentran en la primera parte del año (turismo receptivo y exportaciones agrícolas).

En este contexto, se estima que las exportaciones de bienes costarricenses crecerán un 6,1% y 4,7% en términos nominales (4,4% y 2,0% en reales) en el 2012 y 2013, respectivamente. Lo anterior estaría asociado al crecimiento en las ventas externas de productos manufacturados tanto dentro como fuera de los regímenes especiales. Mientras que las importaciones, una vez excluido el efecto precio, aumentarían 4,4% y 4,1% para ese bienio.

Se prevé que el superávit de los servicios alcance 10,2% y 10,8% del PIB para el 2012 y 2013, respectivamente, donde destaca el desempeño de servicios de informática e información, actividades de apoyo empresarial y turismo receptivo[33]. Este resultado compensaría parcialmente el déficit de la cuenta de bienes y de la renta de factores.

En relación con las operaciones financieras, se estiman flujos de capital privado superiores a los de períodos previos pero similares a los observados en el trienio 2005-07; principalmente bajo la modalidad de inversión extranjera directa. Por su parte, en el sector público se prevén flujos netos negativos en el 2012 y 2013. No obstante, el sector oficial continuaría en el 2013 con acceso al crédito del resto del mundo, en especial para proyectos de infraestructura eléctrica y vial que han enfrentado rezagos en la ejecución en el 2012.

En términos generales, los flujos financieros previstos para el bienio 2012-13 serían suficientes para financiar la brecha en la cuenta corriente y acumular reservas internacionales netas por alrededor de EUA$410 millones y EUA$540 millones en el 2012 y 2013, respectivamente. De esta forma, el saldo de las RIN al cierre de esos años representaría 11,7% y 12,1% del PIB estimado, en ese orden. Debe observarse que si bien la inversión extranjera directa disminuye su participación en el financiamiento del déficit en cuenta corriente (de 99% en 2011, pasa a 92% y 90% estimados para 2012 y 2013), otros recursos provenientes del exterior ayudan a financiar la diferencia y a acumular reservas internacionales. El Banco Central estará atento a la sostenibilidad del financiamiento de la cuenta corriente.

En relación con las finanzas del Gobierno Central se estima que para el cierre del 2012 su déficit alcance un nivel equivalente a 4,5% del PIB (5,8% para el Sector Público Global) y para el 2013 un 4,8% (6,8% para el total). Este déficit se financiaría en una alta proporción con colocación de deuda en los mercados domésticos, que sumada al requerimiento para atender el servicio de la deuda pública externa, la venta de títulos por parte de otras entidades públicas en el mercado local y la presión de la captación bancaria para satisfacer el crecimiento del crédito en colones, podría mantener la presión al alza sobre las tasas de interés en colones. Estos resultados no consideran los efectos de la aprobación de los proyectos de ley que procuran mejorar las finanzas públicas en general, y del Gobierno en particular, cuyos requerimientos de financiamiento estarían incrementando sus niveles de deuda como proporción del PIB, a 33,4% en el 2012 y 35,8% en el 2013.

Por último, se estima que los agregados monetarios en el 2012-13 crecerían de manera congruente con la actividad económica y el objetivo inflacionario. La riqueza financiera total se estima crecerá alrededor del 15,0% anual en este bienio y dado el mayor requerimiento de

[33] Se estima que para el bienio 2012–13, las exportaciones en dólares de los servicios de informática e información crezcan a 18,9% y 14,4%, apoyo empresarial aumentarían 12,0% y 10,0% respectivamente, y que la cantidad de turistas se incrementará en 7,7% y 4,4 % en los mismos años.

financiamiento para el sector público, la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado se ubicaría en torno a 10,6% y 9,8% en estos años.

4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA

El Banco Central de Costa Rica mantiene su compromiso con una inflación baja, estable y convergente en el mediano plazo hacia las que muestran los principales socios comerciales del país, y con procurar la sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ello en acato a lo dispuesto en el artículo 2 de su Ley Orgánica, dado que la estabilidad macroeconómica es un requisito para el crecimiento económico sostenible de la economía.

En el primer semestre del 2012 fue posible ubicar el crecimiento de los precios locales dentro del rango meta definido en el Programa Macroeconómico aprobado en enero pasado, por lo que, a pesar de que prevalecen los riesgos y circunstancias apuntados en esa ocasión, que justificaron no reducir el objetivo de inflación, el Banco Central mantiene para los próximos dieciocho meses el compromiso con inflaciones contenidas dentro del rango de 5,0% ± 1 punto porcentual.

A nivel interno los problemas estructurales de las finanzas públicas se mantienen y continúa la tendencia creciente de la razón deuda pública a producto. Dado lo anterior, el financiamiento del déficit fiscal ha implicado ajustes en tasas de interés con consecuencias directas sobre el sistema financiero y el crecimiento económico, y en la medida en que el Banco Central tiene una deuda de largo plazo con costo financiero, equivalente al 7% del PIB, y un déficit que responde al diferencial entre el costo de su deuda y el rendimiento de sus activos, incrementos en tasas de interés pueden también tener implicaciones inflacionarias en el más largo plazo.

En el campo externo, nuevamente existen señales de deterioro de las condiciones económicas en la zona del euro, por lo que prevalece la incertidumbre acerca de sus efectos sobre la economía mundial.

En política monetaria las acciones continuarán dirigidas a mejorar el control monetario, procurando consolidar la tasa de interés de corto plazo como uno de sus principales instrumentos de política monetaria. En esa línea, al igual que lo hizo durante el primer semestre, el Banco Central mantendrá en el corto plazo su compromiso con los parámetros de la banda cambiaria[34], sin que ello limite continuar con la transición, gradual y ordenada, hacia la flotación cambiaria, condición para un mejor control de la inflación.

Además, como parte del blindaje financiero antes comentado, continuará con el programa de acumulación de reservas internacionales, buscando comprar a tipos de cambio más bajos y cuando no se ponga en riesgo el logro de la meta de inflación; por cuanto la necesidad de esterilizar parte del efecto monetario asociado a esas compras podría generar presiones adicionales sobre las tasas de interés. Dada la presión al alza que en la coyuntura actual presentan las tasas de interés en el mercado local, es de prever que la compra de divisas se concentre en el 2013.

[34] 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.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

De manera subsidiaria y, en apego a lo dispuesto en su Ley Orgánica, las acciones del Banco Central también procurarán mejorar la eficiencia, la competencia y estabilidad del sistema financiero costarricense. En materia de estabilidad financiera[35] trabaja de manera coordinada con las entidades encargadas de la supervisión financiera en el país (CONASSIF, SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE), lo referente al establecimiento de un sistema de seguimiento macroprudencial del sistema financiero[36].

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

El cuadro 12 presenta las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para lo que resta del 2012 y para el 2013 que dan sustento a esta revisión del Programa Macroeconómico 2012-13. 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.

[35] Dados los costos económicos asociados a las crisis financieras recientes, existe consenso a nivel mundial acerca de la necesidad de revisar y mejorar los sistemas de vigilancia y mecanismos de supervisión del sistema financiero.
[36] La política macroprudencial contribuye a promover la estabilidad financiera y macroeconómica reduciendo los riesgos sistémicos.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Cuadro 12. Principales variables macroeconómicas 2011-13

	2011	2012		2013	
		PM Enero	Rev. PM Julio	PM Enero	Rev. PM Julio
PIB (mill de ¢)	20.666.380	22.588.920	22.637.486	24.572.870	24.728.288
Tasas de crecimiento interanual en %					
Real	4,2	3,8	4,8	3,5	4,2
Nominal	8,5	8,9	9,5	8,8	9,2
Deflator implícito	4,1	5,0	4,6	5,1	4,8
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	4,1	4,3	5,4	3,4	5,0
Inflación (tasa anual dic-dic en %)		Meta			
Medido con IPC	4,7	5 (±1 p.p.)		5 (±1 p.p.)	
Balanza de Pagos					
Cuenta corriente (%PIB)	-5,3	-5,3	-5,4	-5,1	-5,3
Cuenta comercial (%PIB)	-14,2	-15,2	-14,1	-15,6	-14,5
Cuenta corriente (mill de $)	-2.176	-2.294	-2.383	-2.431	-2.511
Cuenta de Capital y financiera (mill $)	2.308	2.968	2.793	3.288	3.053
Sector Público 1/	74	222	-211	548	4
Sector Privado	2.234	2.746	3.003	2.740	3.049
De la cual Inversión Directa	2.157	2.250	2.200	2.240	2.250
Saldo RIN (% PIB)	11,6	12,4	11,7	13,3	12,1
Sector Público Global Reducido (% PIB)					
Resultado Financiero	-5,8	-6,7	-5,8	-7,8	-6,8
Gobierno Central	-4,1	-4,5	-4,5	-5,5	-4,8
Resto SPNF	-1,1	-1,6	-0,7	-1,4	-1,4
BCCR	-0,6	-0,7	-0,5	-0,9	-0,6
Agregados monetarios y crediticios 2/ (Tasa anual dic-dic en %)					
Medio circulante (M1)	5,8	12,1	7,9	11,0	10,7
Liquidez moneda nacional (M2)	11,8	11,5	11,8	11,1	13,1
Liquidez Total (M3)	6,9	9,6	9,9	9,7	10,9
Riqueza financiera Total	12,3	14,1	14,8	14,6	14,7
Crédito al sector privado	14,0	9,6	10,6	10,1	9,8

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por tanto, la revisión del Programa Macroeconómico 2012-13 mantiene la meta inflacionaria planteada a inicios del presente año, así como el curso de las acciones de política monetaria que hasta el momento ha venido aplicando el Banco Central, para consolidar la tasa de interés de corto plazo como uno de sus principales instrumentos de política.

Las nuevas proyecciones ajustan al alza el crecimiento real del producto para ambos años, de cara al mejor desempeño de la demanda tanto interna como externa. En el primer caso, aún no se visualizan presiones inflacionarias (brecha del producto) que obstaculicen alcanzar la meta establecida y, en el segundo caso, persiste el riesgo asociado a la desaceleración económica internacional.

En el sector externo, las estimaciones del déficit de la cuenta corriente se mantienen en niveles en torno al 5,4% del PIB, financiado con ingresos de largo plazo, en particular, con flujos de IED.

A pesar de que Gobierno ha requerido atender sus obligaciones financieras, principalmente, mediante la colocación neta de deuda interna, generando presiones al alza en las tasas de interés, en el presente ejercicio de programación se prevé una mayor disponibilidad de fondos prestables, con respecto a las estimaciones de inicios de año, dado el mayor ahorro financiero manifiesto en los indicadores de riqueza financiera. Sin embargo, esa mayor disponibilidad no sería suficiente para eliminar las presiones sobre las tasas de interés domésticas, que podrían mostrar alguna tendencia al alza.

5. BALANCE DE RIESGOS

La revisión de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incorpora la mejor información disponible y suponen que el Banco Central ajustará la postura de su política monetaria para alcanzar el objetivo de inflación. Como toda proyección macroeconómica, su valor predictivo está condicionado a la no materialización de algunos riesgos. Como se ha indicado a lo largo de este documento, prevalecen los riesgos identificados en el Programa Macroeconómico aprobado en enero pasado, que podrían desviar las proyecciones para el bienio 2012-13:

En el campo externo destacan:

a) Encarecimiento en las fuentes de financiamiento externo derivadas de la situación financiera de la Eurozona.

b) Un crecimiento mundial y, en particular de socios comerciales, menor al contemplado en las proyecciones macroeconómicas locales.

c) Una tendencia al alza en los precios de los granos básicos.

Durante los primeros siete meses del año continuaron los problemas económicos y financieros en la Eurozona, cuyo origen está asociado con la sostenibilidad de los desbalances fiscales y el crecimiento de la deuda externa de economías como España, Grecia, Portugal e Italia. Esta situación y su potencial contagio al sistema financiero internacional podría propiciar restricciones de liquidez e incrementos en las tasas de interés de los préstamos interbancarios.

Aunado a lo anterior las naciones desarrolladas experimentaron una pérdida de dinamismo en su actividad económica, mientras que para la zona Euro se estima una contracción económica. En este contexto, una desaceleración mayor a la prevista tendría implicaciones negativas sobre la demanda por nuestras exportaciones, los influjos de capital vinculados a la inversión extranjera directa y podría restringir el acceso al endeudamiento externo. Por su parte, el deterioro financiero del Gobierno Central, podría agravarse si se enfrentaran restricciones al financiamiento externo o incrementos en las tasas de interés internas.

Por su parte, la sequía en algunas regiones de Estados Unidos ha perjudicado los cultivos de maíz, trigo y soya, lo que ha incrementado su precio en los mercados internacionales durante el presente mes de julio. Si bien esta situación puede ser coyuntural, también impone retos al control de la inflación dada la importancia de estos productos en la cadena alimenticia y su eventual efecto de segunda ronda sobre el comportamiento del IPC.

A nivel interno se identifican los siguientes tres riesgos:

a) Una tendencia al agotamiento de la holgura en la capacidad productiva local.

b) Un desequilibrio financiero del sector público mayor al previsto.

c) Un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos mayor al previsto.

De continuar el dinamismo de la actividad económica observado en la primera parte del año, sin evidencia de que la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía haya aumentado por encima de 4,4% anual, se estaría ante un agotamiento de la holgura de la capacidad productiva (brecha del producto positiva).

En la medida en que dicha brecha continúe creciendo, estaría ejerciendo presiones adicionales al alza sobre el nivel de precios local, que llevaría al Banco Central a revisar su postura de política monetaria, con el fin de evitar que la inflación se desvíe del rango meta establecido. Sin embargo, por el momento, otros indicadores como el comportamiento de los agregados monetarios, el comportamiento de los índices de inflación subyacente, el crecimiento del índice de precios al productor industrial (IPPI), que van el línea con la meta de inflación dado el crecimiento real de la economía, muestran que no hay presiones que indiquen que la inflación se desviaría del rango meta.

En materia fiscal, si bien este ejercicio no contempla los efectos de la aprobación de proyectos de ley actualmente en discusión en la Asamblea Legislativa, y que buscan mejorar la situación de las finanzas públicas, el Banco Central reconoce los efectos positivos que en particular tendría la iniciativa para que el Gobierno coloque títulos en los mercados financieros externos.

Lo anterior por cuanto el cambio en la estrategia de financiamiento abre espacios para reducir presiones sobre las tasas de interés en el mercado doméstico. No obstante, el Banco Central también reconoce que dependiendo de las condiciones que priven en el mercado local cuando el Gobierno programe el uso de esos recursos, podría requerir esterilizar aquellos excesos monetarios que atenten contra la consecución del objetivo inflacionario; esto podría presionar al alza las tasas de interés.

Por último, el Banco Central se mantendrá atento a la evolución del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, que si bien prevé se financie mayoritariamente con recursos de mediano y largo plazo, la materialización de los riesgos internos o externos antes señalados comprometerían la sostenibilidad de la cuenta corriente.

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Recuadro 1: Revisión en el pronóstico de crecimiento del PIB para el 2012

La revisión del Programa Macroeconómico 2012-13 incorpora un ajuste al alza de 1 p.p. en el pronóstico de crecimiento de la producción para el 2012 (de 3,8% a 4,8%), cambio que responde, principalmente, a los siguientes factores.

Producto interno bruto y valor agregado por industria

tasa de variación

	2012		Aportes p.p.		Dif
	Rev PM	PM	Rev PM	PM	
Producto Interno Bruto real	**4,8**	**3,8**	**4,8**	**3,8**	***1,0***
Agricultura, silvicultura y pesca	2,0	1,5	**0,2**	**0,1**	***0,1***
Manufactura	4,8	2,7	**1,0**	**0,6**	***0,4***
Construcción	3,3	2,6	**0,1**	**0,1**	***0,0***
Comercio, restaurantes y hoteles	3,4	3,0	**0,6**	**0,5**	***0,1***
Transporte, almacenaje y comunicaciones	7,7	7,0	**1,2**	**1,1**	***0,1***
Otros servicios prestados a empresas	9,9	9,6	**0,6**	**0,6**	***0,0***
Resto 1/	3,9	2,9	**1,1**	**0,8**	***0,3***

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

Fuente : Banco Central de Costa Rica

- Se prevé un mayor crecimiento en la exportación de productos manufacturados[37] y agrícolas[38], cuyo efecto quedó registrado en su mayor parte durante el primer semestre del año, cuando las exportaciones a Norte América, Asia y Europa crecieron 8,6%, 38,9% y 10,9% respectivamente, tasas superiores a los pronósticos originales. En el caso de las ventas a Europa, fue difícil a inicios de año prever el aumento observado, dada la incertidumbre alrededor de la situación económica de esta región, la cual aún prevalece.

  Sin embargo, este ejercicio de revisión de la programación macroeconómica estima que el efecto de las exportaciones de bienes se moderará conforme avance el 2012, dado que el pronóstico más reciente de crecimiento mundial fue revisado a la baja.

- En actividades que producen para el mercado interno principalmente fueron ajustadas al alza los rubros de transporte, almacenamiento y comunicaciones[39]; comercio, restaurantes y hoteles[40]; servicios de intermediación financiera[41] y seguros; así como los servicios sociales comunales y personales[42]. Por el lado del gasto estos cambios se reflejan en un mayor crecimiento del consumo final de los hogares y de la inversión privada.

[37] En la manufactura se ajustaron al alza las exportaciones de componentes electrónicos y microprocesadores, dirigidas principalmente a Estados Unidos, Asia (China y Malasia) y Europa, que al primer semestre presentaron tasas medias de 31,8%, 51,8% y 44,9% respectivamente.
[38] Sobresalen exportaciones de piña, banano, sandía, plantas y follajes a Europa y, en menor medida, a Estados Unidos.
[39] El cambio en telecomunicaciones está relacionado con el mayor consumo de hogares, además, el comportamiento del comercio exterior en el primer semestre incidió positivamente en actividades asociadas a transporte de carga, agencia aduanales y muelles.
[40] Sustentada en las mayores ventas al mercado minorista y servicios asociados al turismo receptor.
[41] El mayor crecimiento proyectado para de los Servicios de intermediación financiera y seguros para el 2012 responde principalmente al mayor crecimiento del previsto en la colocación de crédito al sector privado y en las comisiones por venta de servicios.
[42] La revisión al alza responde al desempeño observado en servicios de radio y televisión y de reparación de automotores.