

**REVISIÓN PROGRAMA  
MACROECONÓMICO  
2011-12**

**Julio 2011**

---

## **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

*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<sup>1</sup> y sus revisiones.*

*En cumplimiento de lo anterior y con base en el diagnóstico de la situación económica al primer semestre del 2011 y las perspectivas económicas para los próximos dieciocho meses, en esta revisión se mantiene el objetivo de inflación establecido en el Programa Macroeconómico 2011-12<sup>2</sup>, de reducir la inflación de un 5,8% en diciembre del 2010 a un 5% y 4% en diciembre del 2011 y del 2012, en ese orden, en ambos casos con un rango de tolerancia de un punto porcentual ( $\pm 1$  p.p.).*

*Durante este periodo la política monetaria continuará dirigida a consolidar el proceso de desinflación observado desde diciembre del 2008, para alcanzar en el mediano plazo inflaciones convergentes con las que muestran los principales socios comerciales del país. Por tanto, las acciones del Banco Central estarán orientadas a consolidar la nueva estrategia de control monetario, con el fin de que la tasa de interés de corto plazo constituya el principal instrumento de la política monetaria.*

*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.*

*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 periodo que comprende la revisión del 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.*

*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.*

---

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

<sup>2</sup> Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica mediante artículo 7, del acta de la sesión 5485-2011, del 19 de enero del 2011.

## Índice

|   |    |
|---|----|
| 1. INTRODUCCIÓN .....   | 5  |
| 2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2011..... | 6  |
| 2.1. Economía internacional .....                               | 6  |
| 2.2. La economía costarricense.....                             | 9  |
| 2.2.1. Precios .....  | 9  |
| 2.2.2. Actividad económica .....                                | 12 |
| 2.2.3. Balanza de pagos.....                                    | 15 |
| 2.2.4. Finanzas públicas.....                                   | 16 |
| 2.2.5. Tasas de interés, liquidez y tipo de cambio.....         | 18 |
| 3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2011-12 .....    | 23 |
| 4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA .....                       | 27 |
| 5. BALANCE DE RIESGOS .....                                     | 30 |

## REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2011-12<sup>3</sup>

### 1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica presenta la revisión del Programa Macroeconómico 2011-12 con la finalidad de comunicar a la sociedad su apreciación sobre el comportamiento de las principales variables macroeconómicas durante el primer semestre del 2011, así como sus objetivos y la orientación de la política monetaria y cambiaria para los próximos dieciocho meses, tendiente a consolidar el proceso de desinflación observado desde diciembre del 2008. Lo anterior en consonancia con el mandato asignado en su Ley Orgánica, de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas.

El documento inicia con un diagnóstico de la economía internacional, en los aspectos que atañen al quehacer del Banco Central, y de la situación macroeconómica interna durante el primer semestre del año. Partiendo de la mejor información disponible, en la siguiente sección se presentan las proyecciones macroeconómicas para el bienio 2011-12. Posteriormente, se exponen los objetivos y la orientación de la política monetaria y cambiaria para este período, que reafirman el compromiso del Banco Central de consolidar, en un contexto de recuperación económica, la reducción de la inflación. En la última parte se mencionan algunos riesgos que, de materializarse, afectarían la consecución del objetivo inflacionario.

Esta revisión de medio periodo mantiene el objetivo establecido en el Programa Macroeconómico 2011-12 de reducir la inflación, de un 5,8% en diciembre del 2010 a un 5% y 4% en diciembre del 2011 y del 2012, en ese orden, en ambos casos con un rango de tolerancia de un punto porcentual ( $\pm 1$  p.p.). En cuanto al objetivo de procurar la estabilidad externa de la moneda nacional, se considera que la economía costarricense podrá acceder a fuentes de ahorro externo de mediano y largo plazo, que permitirían financiar el déficit de cuenta corriente previsto para el bienio 2011-12.

Cabe señalar que este ejercicio no incorpora el impacto que tendría sobre las variables macroeconómicas la aprobación de alguna reforma fiscal, en particular, por el efecto que el Proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria tendría sobre la inflación. De aprobarse la reforma fiscal, el Banco Central ajustará su programación con el fin de adecuarla a la nueva realidad económica.

---

<sup>3</sup> Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 4 del acta de la sesión 5506-2011 del 18 de julio del 2011.

## 2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2011

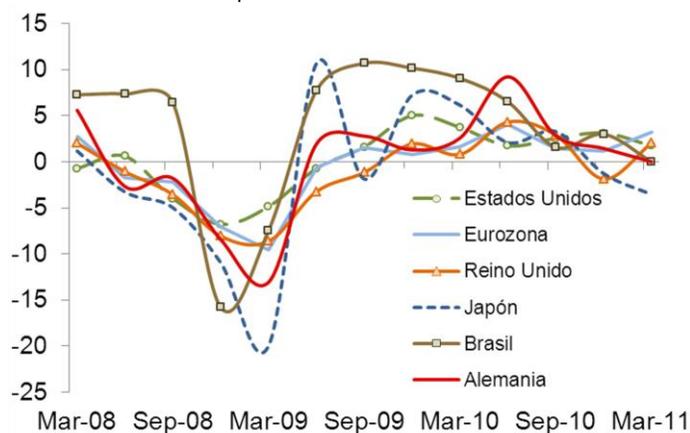
### 2.1. Economía internacional

La actividad económica mundial continuó recuperándose desde la recesión del 2009, en un contexto de mayor presión inflacionaria y elevados déficit fiscales y deuda pública. Esta recuperación se ha caracterizado por mostrar un ritmo diferente cuando se compara la situación de las economías desarrolladas con respecto a las emergentes. Mientras en las primeras el producto creció a un ritmo moderado durante el 2010 y el primer trimestre del 2011, las segundas registraron tasas relativamente altas.

Esta pérdida de dinamismo económico de los países industrializados que señalan diversas proyecciones<sup>4</sup>, también se refleja en indicadores como la producción industrial y la manufactura.

Para la economía estadounidense la variación trimestral anualizada del Producto Interno Bruto (PIB) en el primer trimestre del 2011 fue de 1,7%, inferior en 0,8 y 1,4 puntos porcentuales en relación con el tercer y cuarto trimestre del 2010, respectivamente. La debilidad en la industria de la vivienda, tasas de desempleo elevadas y los crecientes precios de la energía, son algunos de los factores que inciden de manera adversa sobre la producción. En línea con lo

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



Fuente: Fondo Monetario Internacional y bancos centrales.

**Cuadro 1. Países desarrollados: indicadores de actividad económica**

|                | Producción industrial |        | Manufactura          |        |
|----------------|-----------------------|--------|----------------------|--------|
|                | Variación interanual  |        | Variación interanual |        |
|                | Dic-10                | Abr-11 | Dic-10               | Jun-11 |
| Estados Unidos | 6,7%                  | 4,7%   | 3,7%                 | 0,0%   |
| Eurozona       | 8,9%                  | 5,5%   | 10,7%                | -6,5%  |
| Alemania       | 11,5%                 | 9,6%   | 15,2%                | -6,5%  |
| Reino Unido    | 3,6%                  | -0,8%  | 7,5%                 | -10,9% |
| Japón          | 6,4%                  | -12,3% | -10,2%               | -5,9%  |

Fuente: Bloomberg, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico e Instituto de Investigación Económica y Social de Japón.

<sup>4</sup> Las proyecciones de crecimiento del 2011 realizadas por el FMI, dadas a conocer en junio con respecto a la publicación de abril, fueron ajustadas a la baja para el producto mundial y el de las economías industrializadas en 0,1 y 0,2 p.p. respectivamente, mientras que para las emergentes y en desarrollo las revisó al alza (0,1 p.p.). Por otra parte, en el informe de "Perspectivas Económicas" de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD por sus siglas en inglés) de mayo del 2011, se estimó que la economía mundial crecería un 4,2% en el 2011, inferior a la proyección de inicios de año (4,6%). En el caso de la revista Consensus Forecasts de junio la proyección del producto mundial para el 2011 (3,2%) fue ajustada a la baja con respecto a la publicada en la edición de diciembre del 2010 (3,9%).

anterior, las perspectivas de crecimiento económico para el 2011 se han tornado gradualmente menos optimistas, la Reserva Federal en junio revisó a la baja la expansión de la producción de Estados Unidos para ubicarla en un rango de 2,7% a 2,9% desde 3,1% a 3,3% publicado en abril<sup>5</sup>.

En la Eurozona, las cifras del primer trimestre del 2011 señalan un crecimiento anualizado de la actividad económica de 2,5% (1,7% en el 2010). La evolución de la producción siguió liderada por Alemania y Francia<sup>6</sup>, pero limitada en alguna medida por la recesión en Irlanda y Grecia y el estancamiento de España. La situación de estos últimos países refleja el efecto de los recortes efectuados en el gasto público con la intención de reducir los altos niveles de déficit presupuestario y de deuda, así como la incertidumbre que ha generado la crisis fiscal de los dos primeros<sup>7</sup>.

En lo que respecta a las economías emergentes, durante el cuarto trimestre del 2010 la mayoría presentó tasas de crecimiento relativamente altas sustentadas, en buena medida, en el dinamismo de la demanda interna y en la afluencia de inversión extranjera directa. No obstante, en lo que va del 2011 la actividad económica también se desaceleró, particularmente en China, México y Brasil. En los primeros tres meses del 2011 en China el PIB creció a una tasa anual de 9,7% (10,3% en 2010), en México 4,6% (5,5% durante el 2010) y en Brasil 6,2% (7,5% para el 2010).

En relación con la inflación, se registró un repunte a nivel mundial durante los primeros cinco meses del 2011 explicado, principalmente, por el alza en el precio de las materias primas (en especial el petróleo) en las economías industrializadas y, en el caso de los países emergentes, adicionalmente, por presiones de demanda interna.

El alza en el precio de las materias primas, particularmente en petróleo, obedeció a presiones de demanda, en especial por parte de algunos países emergentes, y a la lenta respuesta por el lado de la oferta, comportamiento que se acentuó por la situación política en algunos países del Oriente Medio y África del Norte. En el caso de los alimentos, el

**Gráfico 2. Variación porcentual interanual de precios en países seleccionados**



Fuente: Bloomberg, bancos centrales y oficinas nacionales de estadística. Datos a mayo-2011 para Canadá y Japón.

<sup>5</sup> De igual manera el FMI y la revista Consensus Forecasts en junio revisaron a la baja la expansión de la producción de Estados Unidos para el 2011. En el caso del FMI fue de 2,5% desde un 2,8% en abril, mientras la revista Consensus Forecasts de 3,1% en marzo a 2,5% en junio.

<sup>6</sup> El PIB de Alemania y Francia creció 4,8% y 2,2% respectivamente, en el primer trimestre del 2011 según cifras preliminares de Eurostat.

<sup>7</sup> Pese a los riesgos atribuidos a la situación fiscal y la incertidumbre en los mercados financieros, en junio el FMI y la revista Consensus Forecasts ubicaron el crecimiento económico de la Eurozona para el 2011 en 2%, esto implicó una revisión al alza de 0,4 p.p. y 0,3 p.p. respectivamente con respecto a la publicación previa. Por otra parte, el informe de mayo de la OECD también estimó un crecimiento de la Eurozona de 2% para 2011.

incremento del precio es atribuido a factores meteorológicos que afectaron adversamente su producción y a la dificultad para ampliar el área sembrada<sup>8</sup>.

La desaceleración de las economías desarrolladas y el aumento de las presiones inflacionarias en las economías emergentes motivaron un cambio en la dirección de las acciones de política monetaria de algunos bancos centrales y autoridades de gobierno y, en otros casos, llevaron a intensificar la pauta de ajustes que se venían aplicando desde el 2010. En efecto, mientras algunas economías industrializadas mantienen su postura de política expansiva, dando prioridad al objetivo de promover el crecimiento económico y reducir el desempleo; en la mayoría de los países emergentes se ha ajustado al alza la tasa de política de referencia, para atenuar el sobrecalentamiento y contener las presiones inflacionarias<sup>9</sup>.

En el transcurso del 2011 los mercados financieros continuaron con un comportamiento favorable, aunque el ritmo de crecimiento de los índices bursátiles se desaceleró con respecto a lo observado al término del 2010. En este resultado, influyó el terremoto de Japón, los eventos políticos en Oriente Medio y África del Norte y la pérdida de dinamismo del crecimiento económico mundial.

Por último, según las perspectivas de crecimiento económico del Fondo Monetario Internacional (FMI) de junio del 2011, las economías emergentes continuarían siendo el motor de la recuperación en el bienio 2011-12, con un crecimiento medio anual de 6,5% en esos años, en tanto que las industrializadas alcanzarían alrededor de 2,4% en promedio, con lo cual para la economía mundial proyectan un incremento de 4,3% y 4,5%, en ese orden.

**Cuadro 2. Proyecciones de crecimiento del PIB**  
-variación porcentual anual-

|                      | Fondo Monetario Internacional |      | Consensus Forecasts |      |
|----------------------|-------------------------------|------|---------------------|------|
|                      | 2011                          | 2012 | 2011                | 2012 |
| Mundo                | 4,3                           | 4,5  | 3,2                 | 3,6  |
| Países Desarrollados | 2,2                           | 2,6  | n.d                 | n.d  |
| Estados Unidos       | 2,5                           | 2,7  | 2,5                 | 3,1  |
| Eurozona             | 2,0                           | 1,7  | 2,0                 | 1,7  |
| Japón                | -0,7                          | 2,9  | -0,7                | 3,2  |
| Reino Unido          | 1,5                           | 2,3  | 1,6                 | 2,1  |
| Países Emergentes    | 6,6                           | 6,4  | n.d                 | n.d  |
| América Latina       | 4,6                           | 4,1  | 4,4                 | 4,2  |

Fuente: World Economic Outlook (junio 2011) del FMI y Revista Consensus Forecasts de junio 2011.

<sup>8</sup> La presión por el alza en el precio de materias primas ha cedido en las últimas semanas del primer semestre. Por ejemplo, el precio de los granos, aunque todavía altos, han tendido a estabilizarse y el precio del petróleo se redujo y también se estabilizó.

<sup>9</sup> En el recuadro 3 del Informe de Inflación de mayo 2011 se detalla las reacciones de algunos bancos centrales latinoamericanos ante la apreciación de sus monedas y las presiones inflacionarias. Disponible en la siguiente dirección electrónica: (<http://www.bccr.fi.cr/documentos/publicaciones/archivos/Informe%20de%20Inflación%20Mayo%202011.pdf>)

## 2.2. La economía costarricense

### 2.2.1. Precios

Durante el primer semestre del 2011, la inflación general, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se mantuvo dentro del rango meta definido en el Programa Macroeconómico 2011-12 (5%±1 p.p.)<sup>10</sup>.

Particularmente, en junio la inflación interanual se ubicó en 5,2%, cifra inferior en 0,6 y 1,1 p.p. a lo registrado en diciembre y junio del 2010, respectivamente. Por su parte, la inflación interanual promedio alcanzó 5,1% en junio, resultado similar al registrado en igual lapso del 2010, pero inferior en más de 5 p.p. a lo observado en el bienio 2008-09.

En términos acumulados el IPC creció 2,8% entre enero y junio del 2011. Al desagregar su evolución por grupos, el de transporte presentó el mayor aporte porcentual (51%) a la variación acumulada del IPC debido, especialmente, al comportamiento de los combustibles para vehículo (con una tasa acumulada de 24,4%). Además, destacó el grupo de educación, cuyo principal aporte provino de los servicios de educación básica y superior, con un crecimiento acumulado de 10,9% y 7,1%, respectivamente.

La educación tiene una estacionalidad acentuada en enero y febrero de cada año, de manera que la contribución porcentual a la inflación acumulada a junio (17,3%) estaría reflejando prácticamente su impacto total (0,48 p.p.) sobre la tasa de inflación del año. En conjunto la educación y transporte explicaron el 68,3% de la variación acumulada a junio.

**Cuadro 3. Índice de Precios al Consumidor (IPC)**  
-a junio de cada año-

|                       | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------|------|------|------|------|
| Variación porcentual: |      |      |      |      |
| Interanual            | 12,8 | 8,2  | 6,3  | 5,2  |
| Promedio              | 10,5 | 13,2 | 5,2  | 5,1  |

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

**Gráfico 3. Indicadores de precios**  
-variación porcentual interanual-



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

Por otra parte, el grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas registró un aporte de -10,8% a la variación acumulada del IPC asociado, especialmente, a la reducción de 28,6% en el precio del subgrupo de hortalizas, leguminosas y tubérculos. La baja en los precios de los alimentos de origen agrícola más que compensó el alza en los huevos y alimentos elaborados como el pan,

<sup>10</sup> En los últimos dieciocho meses la inflación en términos interanuales se mantuvo dentro del rango meta de inflación definido por el Banco Central, con excepción de lo observado en mayo, junio y noviembre del 2010 cuando se registraron tasas de 6,2%, 6,3% y 6,1%, respectivamente.

lácteos y aceites. El conjunto de alimentos elaborados mostró una variación acumulada de 3% al término del sexto mes del año y reflejó, entre otros factores, el incremento observado desde el segundo semestre del 2010 en las cotizaciones de las materias primas en el mercado internacional. Los precios en dólares de las materias primas, excluyendo hidrocarburos, acumularon una variación de 30,6%, entre julio del 2010 y junio del 2011 (en los primeros seis meses del 2011 ese crecimiento fue de 3,4%)<sup>11</sup>.

Al considerar el comportamiento de los componentes del IPC, regulado y no regulado, este último, con una ponderación del 79,2% en su canasta, explicó el 57,2% de la inflación enero-junio. Este resultado se asocia en especial a la evolución de los servicios de educación, en vista de que los alimentos de origen agrícola registraron un aporte negativo a este grupo.

El aporte porcentual de los bienes y servicios regulados a la variación acumulada del IPC a junio (42,8%) lo explicó, principalmente, el incremento en el precio de la gasolina y del diesel, compensado en parte por la reducción en la tarifa del servicio de electricidad. La fijación del precio local de los combustibles para vehículo respondió, directamente, a la mayor cotización de los hidrocarburos en el mercado internacional, aunque con un rezago de aproximadamente un mes. En efecto, el precio<sup>12</sup> del petróleo acumuló una variación de 41,9% entre julio del 2010 y junio del 2011, mientras que si se cuantifica sólo para los primeros seis meses del 2011 ese crecimiento fue de 17,7%.

Al considerar los componentes de transables y no transables, la evolución de la inflación fue explicada por los ajustes en los precios de los bienes y servicios transables, que a junio crecieron un 5,7%, con un aporte porcentual a la variación acumulada del IPC de 71,2%. Este resultado revierte lo observado en el 2010, cuando los bienes y servicios transables no fueron un factor relevante para explicar la inflación interna<sup>13</sup>.

**Cuadro 4. IPC: Componente transable y no transable**  
-en porcentajes-

|                  | A junio del 2011    |                            | Ponderación en la canasta dic 10 |
|------------------|---------------------|----------------------------|----------------------------------|
|                  | Variación acumulada | Aporte variación acumulada |                                  |
| <b>IPC total</b> | <b>2,8</b>          | <b>100,0</b>               | <b>100,0</b>                     |
| Transables       | 5,7                 | 71,2                       | 34,8                             |
| No transables    | 1,2                 | 28,8                       | 65,2                             |

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La inflación importada, aproximada con la variación del grupo de transables, se ha transmitido a la local especialmente por medio del impacto directo del alza del petróleo sobre los precios de los hidrocarburos y de las otras materias primas importadas sobre los alimentos elaborados.

<sup>11</sup> En particular, los precios del maíz y trigo acumularon de 103% y 107%, respectivamente, en los últimos doce meses terminados en junio del 2011; mientras que en los primeros seis meses del año en curso la variación fue de 23,9% y 6,5%, en el orden mencionado.

<sup>12</sup> Corresponde al promedio simple de los precios del Brent, West Texas Intermediate (WTI) y el Dubai Fateh, de acuerdo al índice de precios calculado por el FMI (año base 2005).

<sup>13</sup> De la inflación acumulada en el 2010 (5,8%), el componente transable tuvo un aporte de 6,5%, con una ponderación en la canasta del IPC de 36,4% en diciembre del 2009. Este resultado estuvo influido por la apreciación de la moneda local (12,2%) que, con la reducción en los precios medios de algunos granos (arroz y soya) y la moderación en el crecimiento de otros (maíz y trigo) en el mercado internacional, compensó el alza de 28% en el precio medio en dólares del petróleo.

Por otra parte, de acuerdo con la variación interanual del Índice Subyacente de Inflación (ISI), la inflación de mediano y largo plazo se aceleró en 1,1 p.p. en junio, en relación con la cifra de junio y diciembre del 2010. Este comportamiento contrasta con la desaceleración que mostró para esos mismos periodos la inflación general, medida por la variación del IPC.

El ISI evidenció a partir de noviembre del 2010 un cambio en su tendencia, que rompió con la marcada desaceleración que caracterizó al 2009. A pesar de este comportamiento el crecimiento interanual (4,6%) y anualizado (5,4%) del ISI en junio muestran una inflación de mediano plazo dentro del rango meta de inflación establecido por el Banco Central para diciembre del 2011.

En relación con las expectativas de inflación, éstas han mostrado una reducción sistemática desde el 2008, cuando alcanzaron en promedio 11,4% de acuerdo con la encuesta mensual. Sin embargo, todavía el resultado de junio (6,6%) y el promedio durante los primeros seis meses del año (7%) están por encima del rango meta de inflación. Dado que las expectativas constituyen una de las principales variables que explican la inflación en el corto plazo<sup>14</sup>, el hecho de que hayan tendido a estabilizarse en un valor promedio cercano al 7% en el último año y medio, podría hacer más lenta la convergencia de la inflación hacia el objetivo establecido por el Banco Central.

Por último, la inflación del productor, medida con la tasa de variación interanual del Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI), también se aceleró a partir de noviembre del 2010, acentuándose ese comportamiento en el lapso enero-junio del 2011. En junio, la variación interanual del IPPI alcanzó 11,1%, tasa superior en 6,7 y 7 p.p. a las observadas en junio y diciembre del 2010, respectivamente. Sin embargo, a la fecha los mayores costos que enfrentan los productores no parecen reflejarse en la misma proporción en la inflación general<sup>15</sup>, hecho que puede asociarse con una demanda interna que todavía no genera presiones inflacionarias.

En síntesis, el comportamiento de la inflación en la primera parte del año obedeció a un choque de oferta interno favorable, asociado a la reducción en el precio de los bienes agrícolas y a condiciones macroeconómicas relacionadas con ausencia de presiones de demanda interna, relativa estabilidad cambiaria y un crecimiento de los agregados monetarios y crediticios acorde con lo programado. Los factores anteriores atenuaron parcialmente el impacto de la inflación importada sobre la local.

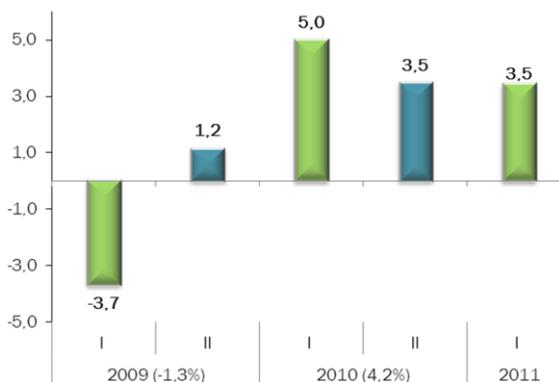
<sup>14</sup> Ver “Dinámica inflacionaria y la Nueva Curva de Phillips en Costa Rica”. DIE-09-2003-DI/R, en <http://www.bccr.fi.cr/ndie/inflacion.htm>.

<sup>15</sup> El IPPI puede considerarse como un indicador adelantado del IPC, ver “Diseño de un índice sintético adelantado para la inflación: el caso de Costa Rica”, EEI-07-99. Disponible en la siguiente dirección electrónica: (<http://www.bccr.fi.cr/ndie/Documentos/EEI-07-99-ESTUDIO-DISEÑO%20DE%20INDICE%20SINTETICO.PDF>).

## 2.2.2. Actividad económica

La actividad económica costarricense, medida por el PIB real se estima que creció un 3,5% en el primer semestre del 2011 en comparación con el mismo periodo de un año atrás. La evolución en la producción siguió una trayectoria similar a la descrita para la economía mundial, con un primer semestre del 2011 que continuó recuperándose en relación con lo observado en igual lapso del 2009 (-3,7%), pero desacelerado con respecto al del 2010 (5%).

**Gráfico 4. Producto Interno Bruto real semestral <sup>1/</sup>**  
 -variación porcentual interanual-



El incremento de la producción en el primer semestre de 2011 fue liderado por las industrias de servicios. Destaca en primer lugar la contribución de transporte, almacenamiento y comunicaciones, seguida por comercio, restaurantes y hoteles y servicios prestados a empresas.

<sup>1/</sup> Preliminar 2011.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La industria de transporte, almacenamiento y comunicaciones registró un crecimiento de 6,6% en el primer semestre del 2011, superior en 0,6 p.p. con respecto a igual lapso del año previo. Cabe destacar que la actividad de telecomunicaciones fue la que mostró el mayor dinamismo, en especial los servicios de telefonía celular e internet asociados con la apertura reciente de este mercado. Adicionalmente, contribuyeron los servicios, de turismo (aviación, autos de alquiler y agencias de viaje) y aquellos relacionados con el comercio exterior de mercancías (muelles y puertos, agencias de aduana y transporte de carga).

El comercio, restaurantes y hoteles creció un 4,8% en los primeros seis meses del 2011 (4,5% en 2010). A lo interno de este grupo, el mayor aporte provino de la venta de vehículos, aparatos eléctricos y del hogar, maquinaria y hierro, cuyo repunte estuvo ligado con campañas publicitarias, facilidades de crédito con tasas de interés atractivas, la apertura de nuevos puntos de venta en todo el país, y la venta de insumos para proyectos de construcción privada.

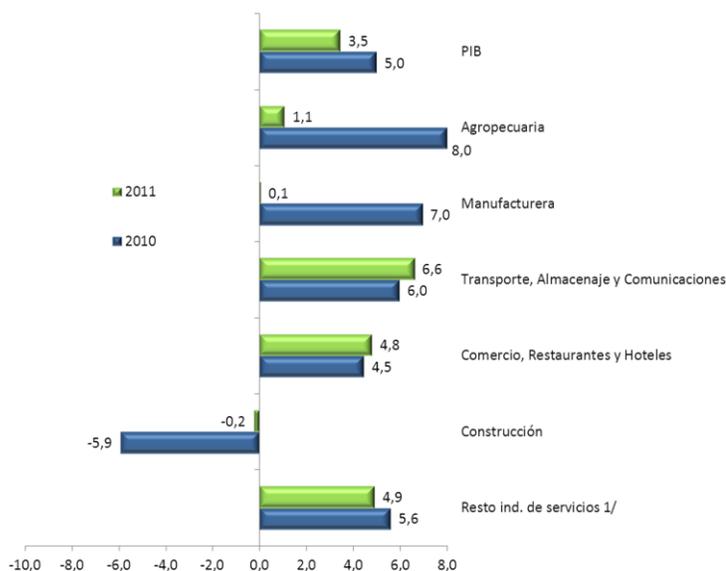
En el resto de industrias de servicios sobresale la actividad de servicios prestados a empresas, con una variación de 13,5% en la primera mitad del año, comportamiento ligado con la exportación de servicios de centros de llamadas, centros de servicios y programas de computación.

En contraste con el desempeño de los servicios, las industrias manufacturera y agropecuaria mostraron una desaceleración en su crecimiento durante el primer semestre del 2011 respecto al primero del 2010 (alrededor de 6,9 p.p.). La primera industria se estima creció un 0,1% (7% en 2010), mientras que la segunda un 1,1% (8% en 2010).

El resultado en manufactura estuvo influido por la reducción en las ventas de componentes electrónicos y microprocesadores, situación compensada por el dinamismo de las actividades amparadas al régimen regular, que crecieron un 4,1%<sup>16</sup>. Por su parte, la desaceleración en el desempeño de la industria agropecuaria fue determinado por la reducción en las actividades de melón, caña y yuca, atenuado por la evolución en la producción de piña (7,1%)<sup>17</sup>, café (11%)<sup>18</sup> y, en menor medida, por la producción de banano (1,6%).

La industria de la construcción continuó con el proceso de recuperación iniciado desde la última parte del 2010 y aunque presentó una reducción de 0,2% para la primera mitad del 2011, esto significó una mejora de 5,7 p.p. en relación con el mismo período del año previo. Lo anterior es resultado del dinamismo observado en la construcción privada<sup>19</sup> toda vez que las obras públicas bajaron un 1,6%<sup>20</sup>. Algunos indicadores relacionados con esta industria como el crédito para vivienda, la producción de insumos para la construcción, la solicitud de permisos de construcción y el nivel de empleo de la actividad mostraron una evolución coherente con el comportamiento señalado.

**Gráfico 5. Valor agregado de las principales industrias**  
-variación porcentual interanual al I semestre-



<sup>1/</sup>Incluye los servicios de electricidad, agua, transporte, almacenamiento, comunicaciones, intermediación financiera, actividades inmobiliarias, servicios prestados a empresas, servicios de administración pública, servicios comunales, sociales y personales.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>16</sup> Destaca la producción de productos farmacéuticos; productos de plástico, artículos de papel y cartón, bebidas no alcohólicas y aguas gaseosas.

<sup>17</sup> La actividad de piña se vio favorecida por el incremento en el área sembrada y el aumento de la demanda externa dada la buena aceptación de la fruta en el mercado internacional.

<sup>18</sup> Desde la cosecha anterior, ha habido un aumento en la demanda e incrementos en los precios internacionales, que motivó la inversión en las plantaciones con el objetivo de incrementar la productividad.

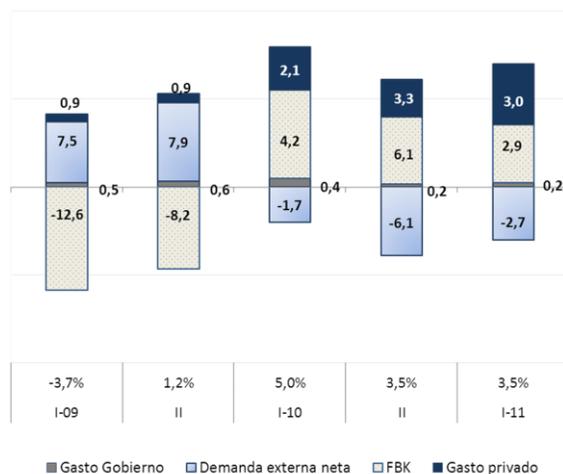
<sup>19</sup> La construcción privada después de dos años consecutivos de retroceso presentó por primera vez un crecimiento del orden de 0,6%, impulsado básicamente por la edificación de obras habitacionales, comerciales y de salud.

<sup>20</sup> La construcción pública se ha visto afectada por la política fiscal restrictiva y la reducción en el presupuesto del 2011 para obras de infraestructura de distintas instituciones públicas.

Desde el punto de vista de los componentes del gasto, el aumento de la producción durante la primera parte del 2011 estuvo determinado por la demanda interna, al igual que en el 2010. Con información preliminar, la demanda interna creció a una tasa interanual de 6,4% y aportó 6,1 p.p. a la variación semestral.

En el crecimiento de la demanda interna la contribución del gasto final de los hogares (3 p.p.) fue similar a la de la formación bruta de capital (2,9 p.p.), aunque diferente a lo observado en los dos semestres previos, cuando el mayor aporte provino de la formación bruta de capital.

Gráfico 6. Contribución en puntos porcentuales al crecimiento semestral del PIB según componentes del gasto



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El crecimiento del gasto de consumo privado (4,8%) en la primera parte del año, obedeció, principalmente, a la evolución en el consumo de bienes de origen importado (automóviles, productos farmacéuticos, partes de vehículos y materiales de construcción metálicos y eléctricos), bienes manufacturados de origen local y servicios de telecomunicaciones. Los factores que contribuyeron a la dinámica del consumo se asocian con el aumento de 3,5% en el ingreso disponible real y el crecimiento del crédito para consumo. En el caso de la formación bruta de capital el crecimiento de 12,4% fue determinado, en mayor medida, por la acumulación de existencias en los regímenes especiales de comercio que destinan su producción al mercado externo.

Por su parte, el gasto de consumo final del Gobierno General mostró un crecimiento interanual de 2,3% en términos reales (4,9% en el mismo periodo 2010). La desaceleración provino de la reducción en la compra de bienes y servicios, así como del acatamiento de la Directriz Presidencial de inicios de año que, entre otros, congeló la creación de plazas<sup>21</sup>.

La demanda externa por bienes y servicios moderó significativamente su crecimiento durante el primer semestre del 2011, al alcanzar una tasa media de 4,5%, 5,4 p.p menor a la observada en igual periodo del 2010. Las exportaciones totales a junio estuvieron explicadas, en mayor medida, por los servicios que crecieron un 11,4%<sup>22</sup>, dado que las ventas de bienes al exterior solo aumentaron un 2,6% en contraste con 9,7% del 2010.

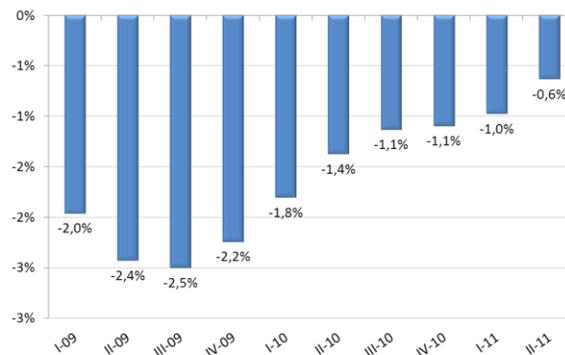
<sup>21</sup> Directriz Presidencial No.013-H, publicada en el Alcance Digital No 13-A de la Gaceta No 41 del 4 de marzo del 2011 y modificaciones en la Directriz No 026-H publicada en la Gaceta No 100 del 25 de mayo del 2011.

<sup>22</sup> El incremento de las exportaciones de servicios estuvo influido por el desempeño de los servicios de centros de llamadas, centros de costo y servicios de informática, debido no sólo al incremento en la producción exportada por las empresas existentes sino también por la llegada de nuevas empresas. Adicionalmente influyó la mayor afluencia de turistas sobre todo en el primer trimestre del año.

Las importaciones de bienes y servicios, por su parte, presentaron una tasa media anual real de 10,6% en la primera parte del año (15,6% en el primer semestre del 2010), impulsadas por la adquisición de bienes intermedios para la industria y bienes de consumo, en respuesta a la recuperación de la actividad comercial y de la construcción.

Pese al incremento de la producción en el primer semestre de 2011, éste no constituyó una fuente de presión inflacionaria, pues se estima que la producción aún continúa en un nivel inferior a su potencial (la brecha del producto es negativa)<sup>23</sup>.

**Gráfico 7. Brecha del Producto**  
-porcentajes-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

### 2.2.3. Balanza de pagos

La evolución de las transacciones de la economía costarricense con el resto del mundo durante el primer semestre del 2011 continuó evidenciando el alto grado de integración del país con el exterior, tanto en el ámbito real como financiero. El mayor nivel de actividad económica internacional y local propició un repunte en el volumen de transacciones de bienes y servicios, así como de los flujos de capital, en especial bajo la modalidad de inversión extranjera directa (IED).

Datos preliminares para el primer semestre del año indican que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzaría un 2,1% del PIB, superior al observado en el mismo periodo del 2010 (0,8%).

**Cuadro 5. Balanza de Pagos**  
-millones de dólares-

|                                       | 2010         |               | 2011 <sup>1/</sup> |
|---------------------------------------|--------------|---------------|--------------------|
|                                       | I Sem        | II Sem        | I Sem              |
| <b>Cuenta corriente/PIB anual</b>     | <b>-0,8%</b> | <b>-3,3%</b>  | <b>-2,1%</b>       |
| <b>Cuenta corriente</b>               | <b>-270</b>  | <b>-1.169</b> | <b>-867</b>        |
| Bienes                                | -1.658       | -2.430        | -2.647             |
| Exportaciones FOB                     | 4.862        | 4.620         | 5.105              |
| Importaciones CIF                     | 6.520        | 7.050         | 7.753              |
| De los cuales hidrocarburos           | 819          | 782           | 1.094              |
| Servicios                             | 1.540        | 1.487         | 1.958              |
| De los cuales viajes                  | 918          | 666           | 976                |
| Renta y transferencias                | -151         | -226          | -178               |
| <b>Cuenta de capital y financiera</b> | <b>280</b>   | <b>1.720</b>  | <b>1.076</b>       |
| Cuenta de capital                     | 29           | 25            | 17                 |
| Cuenta financiera                     | 250          | 1.695         | 1.059              |
| Sector público                        | 10           | 470           | -294               |
| Sector privado                        | 240          | 1.225         | 1.353              |
| De los cuales IED                     | 730          | 736           | 1.109              |
| <b>Activos de reserva</b>             | <b>-10</b>   | <b>-551</b>   | <b>-209</b>        |
| (-aumento, + disminución)             |              |               |                    |

<sup>1/</sup> Datos estimados.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>23</sup> El producto potencial se refiere al nivel máximo de producción que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, entendiendo pleno empleo como el nivel de utilización de recursos que no genera presiones inflacionarias. La brecha del producto es la diferencia entre el producto efectivo y el potencial, como proporción del producto potencial.

Este comportamiento fue determinado por el desbalance comercial (6,5% del PIB), que reflejó el aumento de las compras externas de bienes, tanto por el incremento en el volumen (11,6%) como por mayores precios (cerca de 7%) respecto al primer semestre del 2010<sup>24</sup>.

Uno de los principales factores que incidió en el incremento del valor de las compras externas fue la factura petrolera, que aumentó EUA\$274,6 millones respecto al monto del primer semestre del 2010 (0,7% del PIB). Este incremento se explica por el efecto precio; en los primeros seis meses del 2011 el valor unitario del barril del cóctel de hidrocarburos fue EUA\$116,2; superior en 35,7% al observado en igual lapso del 2010 (EUA\$85,6), en tanto que la cantidad de barriles disminuyó 1,6%.

Durante el primer semestre, los flujos totales de la cuenta de capital y financiera aumentaron EUA\$800 millones en relación con igual lapso del 2010, lo que permitió financiar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Influyó en dicho resultado el mayor financiamiento neto al sector privado asociado a flujos por IED (incluye EUA\$170 millones por la concesión de dos licencias para explotar el espectro radioeléctrico); la reactivación del crédito comercial, la disminución de activos externos del sector financiero y, en alguna medida, la existencia de incentivos para repatriar capitales por parte de residentes en el país.

En línea con lo anterior, en los primeros seis meses del 2011 el saldo de activos de reserva aumentó EUA\$209 millones<sup>25</sup>. Este incremento respondió al efecto combinado de la adquisición de divisas como parte del programa de fortalecimiento de reservas y en defensa del piso de la banda cambiaria y a movimientos generados por el servicio de deuda externa del Gobierno Central y por los ingresos generados por la entrada reciente de los pagos de las concesiones del espectro radioeléctrico.<sup>26</sup>

## 2.2.4. Finanzas públicas

Durante el primer semestre del 2011 el Sector Público Global Reducido (SPGR)<sup>27</sup> acumuló un déficit de 2,4% del PIB anual, superior en 0,2 p.p. al registrado en igual período del 2010. Este comportamiento reflejó el deterioro, particularmente, del Gobierno Central y del Banco Central.

**Cuadro 6. Resultado Financiero Sector Público Global** <sup>1/</sup>  
-acumulado a junio como % del PIB-

|                  | 2010 | 2011 |
|------------------|------|------|
| SPGR             | -2,2 | -2,4 |
| BCCR             | -0,1 | -0,3 |
| SPNF             | -2,1 | -2,0 |
| Gobierno Central | -2,1 | -2,2 |
| Resto SPNF       | 0,0  | 0,1  |

<sup>1/</sup> Para el resto del SPNF cifras preliminares.

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

<sup>24</sup> La mayor brecha comercial de bienes fue parcialmente compensada por el repunte en los ingresos netos de servicios y de transferencias corrientes.

<sup>25</sup> Incluye ajustes de tipos de cambio y precio de los activos negociables.

<sup>26</sup> Al cierre del semestre los depósitos del Gobierno en el Banco Central reflejaron la venta de Títulos de Propiedad a la Superintendencia de Telecomunicaciones (SUTEL) por EUA\$170 millones.

<sup>27</sup> Incluye el Gobierno Central, BCCR y una muestra de 6 instituciones del sector público no financiero (CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPSSJ e ICAA). Información preliminar junio del 2011.

El balance del Gobierno Central presentó a junio del 2011 un déficit financiero de 2,2% del PIB, lo que implicó una desmejora con respecto al año anterior, como consecuencia de la expansión de los gastos gubernamentales que crecieron en promedio 11,0%<sup>28</sup>, mientras que la recaudación tributaria creció en promedio 5,0%<sup>29</sup>.

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, similar al observado en igual periodo del año previo.

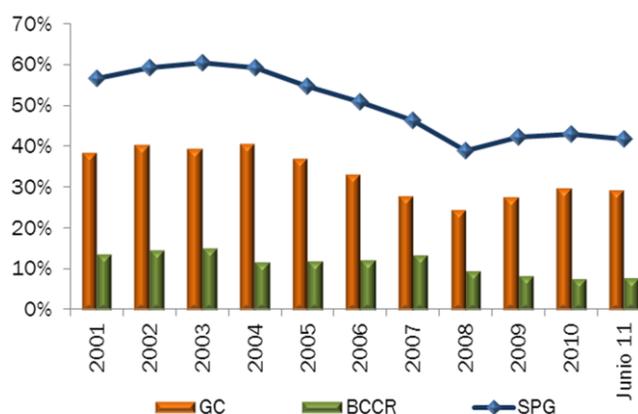
Con respecto al financiamiento neto requerido, en este primer semestre el Gobierno acudió, en mayor medida, al endeudamiento interno mediante la colocación neta de títulos valores, tanto en moneda nacional como extranjera, aunque sin presionar al alza el nivel de las tasas de interés.

El resto del sector público no financiero reducido<sup>30</sup> generó durante el período en comentario un superávit financiero acumulado de ₡29.535 millones, superior en 0,1 p.p al registrado en igual lapso del 2010.

Por su parte, el Banco Central registró a junio un déficit acumulado (según metodología de cuentas monetarias) de 0,3% del PIB, superior en 0,2 p.p. al observado un año atrás. En términos generales, la evolución de las pérdidas de la Institución estuvo determinada por los menores ingresos recibidos por operaciones con derivados financieros y por el menor rendimiento obtenido sobre depósitos en el exterior, congruente con el comportamiento observado en las tasas de interés en el mercado internacional.

En línea con el deterioro de las finanzas públicas, el saldo de la deuda total del Sector Público Global<sup>31</sup> ascendería a casi ₡8,7 billones en junio del 2011 (41,8% del PIB), para un incremento de 2,3 p.p. respecto al registrado a junio del 2010. En términos absolutos significaría un incremento de ₡577.794 millones en relación con el saldo de diciembre del 2010 y de alrededor de ₡1,2 billones en los últimos doce

**Gráfico 8. Sector Público Global**  
Razón de deuda como porcentaje del PIB



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

<sup>28</sup> Explicado por el crecimiento de las remuneraciones (12,9%) y las transferencias corrientes al sector público (9,9%) que incluyen, entre otras: fondos girados para la atención de programas sociales (el Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares FODESAF-Ministerio de Educación Pública para el Programa Avancemos, el régimen de pensiones no contributivas y el Fondo Especial de Educación Superior). Por otra parte, compensaron este resultado la caída de los gastos de capital (13,3%) y la desaceleración en el pago por servicio de intereses de la deuda interna (20,8% contra 24,2% a junio del 2010).

<sup>29</sup> La evolución de los ingresos estuvo ligada, principalmente, a la recuperación en la recaudación por impuesto a los ingresos y utilidades (15,6%), aduanas (20%), y ventas internas (5,7%).

<sup>30</sup> La información de la JPSSJ, el ICE y la CCSS es estimada para junio.

<sup>31</sup> Incluye la deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y algunas instituciones del resto del sector público. Estimación propia del Banco Central.

meses. En el caso particular del Gobierno Central, la razón de deuda a PIB se ubicó en 29,2%, superior en 2,6 p.p. en relación con el mismo periodo del 2010.

En vista de que el Gobierno atendió sus obligaciones financieras mediante una activa colocación de bonos en el mercado financiero interno, la participación de la deuda interna con respecto al total aumentó en los últimos doce meses a 77%. Cabe agregar que en cuanto a la denominación de la deuda pública total, la proporción en moneda nacional alcanzó al término de junio aproximadamente 67% (alrededor de 63% en 2010), congruente con la mayor preferencia por instrumentos en colones que han venido mostrando los agentes económicos.

### 2.2.5. Tasas de interés, liquidez y tipo de cambio

Los mercados de negociación de dinero, particularmente, el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), durante el primer cuatrimestre del año se caracterizaron por una disponibilidad de recursos líquidos<sup>32</sup>. Esta situación se manifestó en la ubicación de la tasa de interés promedio en el piso del corredor de tasas de interés y en pocas operaciones entre participantes distintos al Banco Central. Lo anterior



Fuente: Banco Central de Costa Rica

pese a los esfuerzos del Banco Central por trasladar recursos hacia instrumentos financieros de mayor plazo, que se complementó con la introducción de la subasta de instrumentos para la captación a 7 y 14 días en el MIL, a partir del 27 de abril del 2011.

Los mercados de negociación de dinero registraron un cambio a partir de mediados de mayo cuando las tasas de interés del MIL reaccionaron al alza<sup>33</sup>, como consecuencia de una caída significativa en la disponibilidad de recursos líquidos debido a : i) mayor colocación de Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) del Banco Central y Títulos de Propiedad del Ministerio de Hacienda, ii) la acumulación de depósitos del Gobierno en el Banco Central y iii) la evolución del mercado cambiario, la cual propició que el tipo de cambio en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) se despegara del límite inferior de la banda cambiaria.

<sup>32</sup> Influyó la monetización de EUA\$218 millones para defender el piso de la banda y la renovación parcial del vencimiento de Bonos de Estabilización Monetaria y de Títulos de Propiedad, así como la entrega del Fondo de Capitalización Laboral por parte de las Operadoras de Pensiones.

<sup>33</sup> A partir de la segunda mitad de mayo el Banco Central pasó de ser deudor neto a acreedor neto en el MIL. La menor liquidez sistémica provocó que la tasa de interés promedio negociada en el MIL se elevara, de 4,51% en abril a 5,30% en junio (en algunas semanas esta tasa promedio superó el 6,0%).

Precisamente, esas condiciones motivaron a la Junta Directiva del Banco Central a adoptar, a partir del 1 de junio, la nueva estrategia de control monetario, la cual busca que la tasa de interés de corto plazo se convierta en el principal instrumento de política monetaria.

La nueva estrategia de control monetario contempló las siguientes medidas:

- i) Modificar el concepto de Tasa de Política Monetaria (TPM), para que corresponda a la tasa de interés que utiliza el Banco Central como referencia para conducir el costo de las operaciones a un día plazo en el MIL dentro de un corredor formado por las tasas de interés de sus facilidades permanentes de crédito y de depósito en este mercado<sup>34</sup> y se estableció el nivel de la TPM en 5,0%<sup>35</sup>.
- ii) Mantener el corredor de tasas de interés con la amplitud de 200 puntos base.
- iii) Introducir instrumentos a un día plazo para captar e inyectar recursos en el MIL mediante subastas.
- iv) Introducir las Operaciones Diferidas de Liquidez a siete y catorce días plazo para inyectar recursos en el MIL mediante subastas.
- v) Establecer el nivel de la tasa de interés de estos instrumentos, tomando como referencia la TPM<sup>36</sup>.
- vi) Ubicar la tasa de interés bruta de los depósitos electrónicos a 1 día plazo (DON) en 3,3% anual<sup>37</sup>.

En materia de gestión de deuda, en febrero de este año se aumentaron las tasas de interés de los Depósitos Electrónicos a Plazo (DEP) para las operaciones con vencimiento entre 60 y 1800 días, por considerar que era conveniente reducir el desalineamiento presente entre estas tasas y las pasivas de la banca comercial a plazos similares.

El aumento apuntado fue diferenciado, pues se dieron incrementos entre los 50 y 100 puntos base (p.b.). No obstante, aun cuando para las operaciones con vencimiento entre 60 y 269 días se realizó un ajuste de 50 p.b., esto no se reflejó en la Tasa Básica Pasiva (TBP) que más bien se redujo con respecto al cierre de enero (de 7,75% a 7,0%).

<sup>34</sup> Previo a la modificación acordada por la Junta Directiva, la TPM estaba definida como la tasa de interés a la cual el Banco Central facilitaba recursos (créditos) a un día plazo en el MIL.

<sup>35</sup> El nivel del 5,0% de la TPM comenzó a regir a partir del sábado 4 de junio del 2011.

<sup>36</sup> En el recuadro 2 del Informe de Inflación de mayo 2011 se detalla la nueva estrategia de control monetario aprobada por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, mediante artículos 6 y 7 del acta de la sesión 5499-2011, celebrada el 1° de junio del 2011.

<sup>37</sup> Ante las condiciones del mercado financiero, los efectos sobre la inflación y el tipo de cambio derivados de la vulnerabilidad del país ante los flujos de capital provenientes del exterior, se requería conformar una estructura de rendimientos en el corto plazo coherente con las tasas de interés externas, sin reconocer un premio excesivo por el ahorro de corto plazo en las opciones denominadas en moneda local.

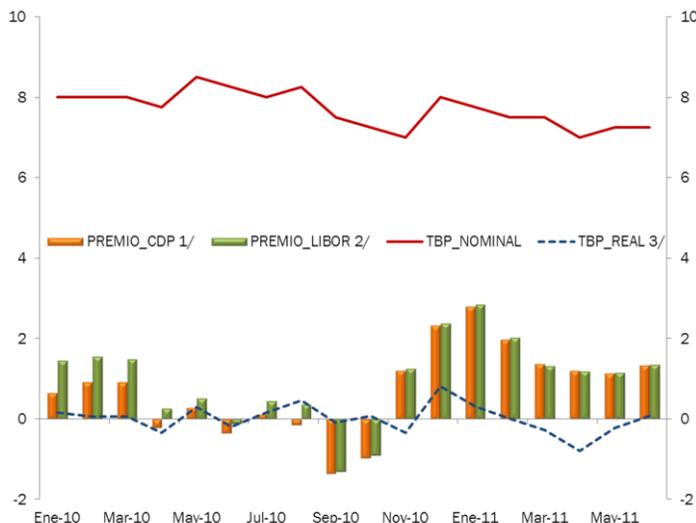
El comportamiento estable y con una tendencia a la baja de las tasas de interés del Sistema Financiero Nacional (Banco Central y Otras Sociedades de Depósito), se reflejó en el nivel de la TBP. En general, durante el primer semestre del año la TBP se redujo en promedio 0,5 p.p. con referencia al promedio anual del 2010 (7,9%), lo que se suma a la reducción de casi 3 p.p. registrada en el 2009. Este hecho, unido al aumento de las expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio llevó a una reducción de la TBP en términos reales incluso hasta tornarse negativa en el lapso marzo-mayo y del premio por ahorrar en colones, aunque este último se mantuvo en terreno positivo.

De igual forma las tasas activas en moneda local fueron ajustadas a la baja por los intermediarios financieros. La tasa activa promedio en colones pasó de 19,3% en el 2010 a 17,7% en los primeros seis meses del 2011. El comportamiento de las tasas de interés en dólares fue similar, aunque con cambios más leves.

Los agregados más líquidos, en especial los denominados en moneda nacional, han mostrado un mayor dinamismo en su tasa de crecimiento. En efecto, el medio circulante y el medio circulante amplio, en moneda nacional, registraron en el primer semestre del año tasas medias de variación interanual en torno al 20%, cifras superiores a las de igual periodo del 2010 (alrededor del 6%). Lo anterior se atribuye a una mayor demanda de liquidez en razón de la recuperación de la actividad económica, a la entrega del segundo quinquenio del Fondo de Capitalización Laboral y al menor costo de oportunidad de mantener efectivo. En cuanto al componente en moneda extranjera del medio circulante amplio, a pesar de que su tasa de variación interanual se aceleró en enero (16,1%) con respecto a lo observado en el último trimestre del 2010, cayó en los siguientes meses hasta ubicarse en 6,9% al cierre del primer semestre del año. Este comportamiento reflejó la mayor preferencia por mantener el ahorro en moneda local, como consecuencia del mayor premio por ahorrar en colones.

Por su parte, los agregados monetarios amplios (liquidez total y riqueza financiera total) en los primeros seis meses del año mostraron tasas medias de variación interanual acordes con el

**Gráfico 10. Tasa Básica Pasiva y premio por ahorrar en colones**  
-cifras a fin de mes-



1/ Diferencia entre la TBP neta y la tasa de indiferencia calculada esta última con la tasa de depósitos en dólares a 6 meses del Banco Nacional y la expectativa de variación promedio del tipo de cambio obtenida de la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio realizada por el Banco Central.

2/ El cálculo de la tasa de indiferencia tomó como referencia la tasa LIBOR a 6 meses.

3/ Toma como referencia la TBP neta y la inflación esperada para los próximos 12 meses obtenida de la Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación del Tipo de Cambio realizada por el Banco Central.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

crecimiento nominal del PIB estimado para el 2011. Al igual que en los agregados más líquidos, se observó una preferencia por el ahorro en moneda nacional. La liquidez total en colones mostró una tasa media interanual de 16,7%, mientras en dólares fue de 3,9%; en el caso de riqueza financiera total fue de 14,8% y 3,9%, respectivamente.

En el caso del crédito al sector privado, su evolución estuvo acorde con la programación del Banco Central y en los primeros seis meses del 2011 continuó con la tendencia hacia la reactivación observada desde el 2010 (10,5% tasa media anual, 5,8% en 2010), situación que se explica por la reducción de las tasas de interés, la reactivación económica, la estabilización de la inflación y por el mayor acceso a recursos externos por

parte de las otras sociedades de depósito. En la composición por moneda se mantiene la preferencia por el endeudamiento en moneda nacional, aunque en el segundo trimestre del 2011 se observó un repunte importante en el crecimiento del crédito en moneda extranjera.

En relación con el mercado cambiario privado, éste continúa superavitario, sin que haya indicios de una reversión de ese comportamiento. El superávit fue más acentuado en el primer cuatrimestre del año, obligando a la defensa del piso de la banda cambiaria (compras de EUA\$362,4 millones en bimestre marzo-abril, de lo cual EUA\$326,9 millones se adicionaron al Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales Netas). En mayo y junio el superávit tendió a moderarse, factor que se manifestó en un leve repunte del tipo de cambio en el MONEX y redujo la necesidad de intervención del Banco Central en defensa del tipo de cambio<sup>38</sup>, a pesar de que el Gobierno Central redimió títulos en moneda extranjera. El comportamiento al alza del tipo de cambio nominal también se manifestó en el mercado de “ventanillas” de los intermediarios cambiarios.

**Cuadro 7. Agregados Monetarios <sup>1/</sup>**  
-variación porcentual media anual-

|                 | Medio Circulante Ampliado <sup>2/</sup> |                                 | Liquidez Total  |                                 | Riqueza Financiera <sup>3/</sup> |                                 | Crédito Sector Privado |                                 |
|-----------------|---|---------------------------------|-----------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|------------------------|---------------------------------|
|                 | Moneda nacional                         | Moneda extranjera <sup>4/</sup> | Moneda nacional | Moneda extranjera <sup>4/</sup> | Moneda nacional                  | Moneda extranjera <sup>4/</sup> | Moneda nacional        | Moneda extranjera <sup>4/</sup> |
| <b>2009</b>     |   |                                 |                 |                                 |                                  |                                 |                        |                                 |
| Enero-junio     | -5,2                                    | 5,8                             | 5,7             | 31,9                            | 4,0                              | 27,9                            | 18,3                   | 17,6                            |
| Julio-diciembre | -1,5                                    | 9,4                             | 10,5            | 25,2                            | 9,3                              | 21,3                            | 7,5                    | 8,4                             |
| Enero-diciembre | -3,4                                    | 7,6                             | 8,1             | 28,6                            | 6,7                              | 24,6                            | 12,9                   | 13,0                            |
| <b>2010</b>     |   |                                 |                 |                                 |                                  |                                 |                        |                                 |
| Enero-junio     | 6,1                                     | 21,9                            | 8,7             | 11,2                            | 12,0                             | 10,9                            | 9,6                    | -2,8                            |
| Julio-diciembre | 12,8                                    | 16,8                            | 9,3             | 6,5                             | 11,3                             | 8,1                             | 11,7                   | 1,0                             |
| Enero-diciembre | 9,5                                     | 19,3                            | 9,0             | 8,9                             | 11,7                             | 9,5                             | 10,7                   | -0,9                            |
| <b>2011</b>     |   |                                 |                 |                                 |                                  |                                 |                        |                                 |
| Enero-junio     | 19,8                                    | 11,4                            | 16,7            | 3,9                             | 14,8                             | 3,9                             | 10,6                   | 10,3                            |

<sup>1/</sup> Cobertura Sociedades de Depósito: Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de vivienda y Caja de Ande. Cifras preliminares al 30 de junio del 2011.

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

<sup>3/</sup> Incorpora instrumentos financieros del Banco Central y Ministerio de Hacienda.

<sup>4/</sup> Expresado en dólares estadounidenses.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

<sup>38</sup> En el lapso mayo-junio sólo se registró una compra por EUA\$ 29.000,00 el 17 de mayo.

### Recuadro. Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales (PFRIN)

El 1 de setiembre del 2010 la Junta Directiva del Banco central de Costa Rica aprobó<sup>39</sup>, con fines precautorios, un Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales Netas (PFRIN) para el periodo comprendido entre el 2 de setiembre del 2010 y el 31 de diciembre del 2011, hasta por un monto de EUA\$600 millones, mediante el cual se podrían hacer compras de divisas hasta por un máximo de EUA\$50 millones por mes.

Posteriormente, considerando que la estacionalidad del mercado cambiario indicaba que era factible adquirir una mayor cantidad de divisas sin presionar el tipo de cambio y que era necesario dar mayor flexibilidad a la Administración del Banco Central en la ejecución del PFRIN, la Junta Directiva dispuso<sup>40</sup> elevar el límite máximo mensual de dicho programa para que, en los meses de noviembre y diciembre del 2010 y del 2011, ese límite se ubicara en EUA\$100 millones y en los meses restantes del 2011, dicho monto se situara en un máximo de EUA\$75 millones por mes, manteniendo el límite global de EUA\$600 millones.

La decisión del Banco Central de reconstituir reservas internacionales se tomó en un contexto de alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales y en un momento en que había algunos indicadores internos que apuntaban la necesidad de fortalecer la posición de activos externos del país. Así por ejemplo, el nivel de activos externos en términos del PIB decreció de 15,6% en diciembre del 2007 a 11,9% en agosto del 2010 y, alcanzó una relación inferior al promedio (13,1%) que presentaba un subgrupo de países con un esquema monetario de metas de inflación y un grado similar de calificación crediticia<sup>41</sup>.

Los principales argumentos a favor de la medida se centran en que permite aumentar la confianza en la economía, fortalece la capacidad de pago de las obligaciones externas y aumenta la posición de liquidez internacional del país. No obstante, también se reconoce que la compra de divisas tiene un costo financiero para el Banco Central, toda vez que conlleva una emisión monetaria que en la medida en que se requiera debe esterilizarse mediante la colocación de bonos, para evitar un incremento no deseado en la inflación. En el caso específico del PFRIN inicialmente se estimó dicho costo en alrededor de ₡1.200 millones en el 2010 y de ₡10.000 millones en el 2011<sup>42</sup>, que en términos del PIB significaba un 0,01% y un 0,05% en ese orden.

Esta estimación supuso que la compra de divisas se realizaría en forma gradual a lo largo del período de duración del PFRIN; sin embargo, las condiciones del mercado cambiario y, concordante con los acuerdos de la Junta Directiva, requirieron una compra de divisas más rápida de lo previsto. De setiembre a diciembre del 2010 el Banco Central adquirió EUA\$265,3 millones, en tanto que en los primeros cuatro meses del 2011 adquirió los restantes EUA\$334,7 millones. Particularmente, en marzo y abril la apreciación del colón llevó a ubicar el tipo de cambio en el Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) en el límite inferior de la banda cambiaria, por lo que el Banco Central requirió defender ese compromiso cambiario y acumular esas divisas como parte de lo contemplado en el PFRIN (EUA\$327 millones).

El PFRIN significó una expansión monetaria de ₡302.419 millones, la cual fue esterilizada mediante la colocación de Bonos de Estabilización Monetaria, principalmente en el 2011. Se estima que el costo financiero neto de esta esterilización ascendió a ₡400 millones en el 2010 y a ₡14.500 millones para todo el 2011 (0,07% del PIB).

Cabe señalar, que una vez concluido este Programa el saldo de reservas internacionales netas ascendió a EUA\$4.741,7 millones (18 de abril del 2011), equivalente a un 11,7% del PIB estimado para el 2011, razón inferior al promedio de 13,1%, que se pretendió alcanzar con el PFRIN.

<sup>39</sup> En el artículo 5 de la Sesión 5471-2010, celebrada el 1 de setiembre del 2010.

<sup>40</sup> En el artículo 14 de la sesión 5477-2010, celebrada el 3 de noviembre del 2010.

<sup>41</sup> Tomando como referencia la calificación de la firma internacional Standard & Poor's.

<sup>42</sup> Para estimar este costo, se distribuyó el monto máximo de compra de RIN aprobado (EUA\$600 millones) en el lapso comprendido entre el 2 de setiembre del 2010 y el 31 de diciembre del 2011, Tomando en consideración el comportamiento estacional de las operaciones en el mercado cambiario.

La mayor disponibilidad de divisas estuvo asociada, fundamentalmente, con factores de naturaleza estructural tales como: la corrección del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, la reducción del requerimiento neto de divisas asociado a los flujos de comercio exterior, el dinamismo de los flujos de inversión extranjera directa y la estacionalidad de los flujos de divisas en respuesta a la actividad económica.

Además, han existido fuentes de divisas cuya transitoriedad podría tardar varios años, aunque no están relacionadas con cambios estructurales, entre ellas: el proceso de desdolarización financiera, el retorno de los flujos de capital de corto plazo y los excesos de liquidez a nivel internacional.

Las operaciones cambiarias realizadas al término de junio, propiciaron una variación en las reservas internacionales netas de EUA\$215,6 millones que, en conjunto con otros factores, ubicaron el saldo de los activos externos netos en EUA\$4.842,8 millones, equivalente a 5,3 meses del valor de las importaciones de mercancías generales estimadas para el 2011 y a 1,8 veces el saldo de la base monetaria, valores que se estiman razonables.

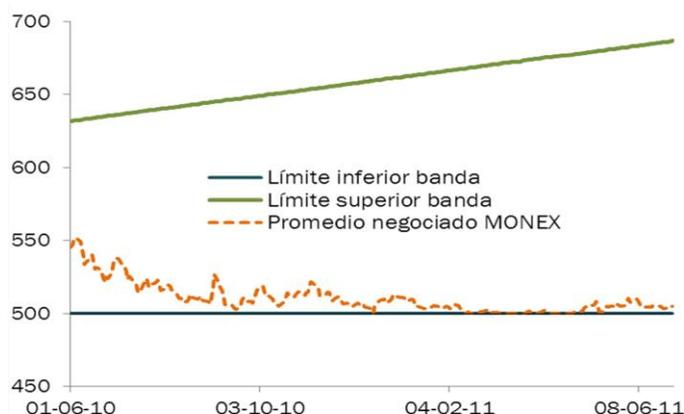
### 3. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES PARA EL PERÍODO 2011-12<sup>43</sup>

Para el segundo semestre del 2011 y durante el 2012, la evolución de la economía costarricense continuará condicionada por el entorno internacional.

La moderación en el ritmo de crecimiento económico mundial limitaría la posibilidad de una mayor expansión de la producción por la vía de las exportaciones; sin embargo, la mejora en el acceso al financiamiento externo, y el incremento en el ingreso nacional disponible apoyarían la expansión del gasto interno, sin generar aún presiones inflacionarias adicionales.

En este contexto, el PIB crecería un 4,5% en el 2011 y 4,7% en el 2012, tasas similares al promedio de crecimiento de los últimos seis años. Así, la economía costarricense se ubica en la fase de recuperación del ciclo económico, lo que se reflejaría en una brecha del producto cada

**Gráfico 11. Tipo de cambio promedio negociado en el MONEX y límites de la banda cambiaria**  
-colones-



Fuente: Banco Central de Costa Rica

<sup>43</sup> La consistencia de estas proyecciones fue evaluada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral, 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.

vez menos negativa en el plazo 2011-12, sin que esto signifique un riesgo para la consecución del logro del objetivo de inflación.

Por industrias el crecimiento económico para esos años sería liderado por aquellas que estarían sufriendo la demanda interna y en menor medida las vinculadas al comercio exterior. Particularmente, destacan: i) la industria de transporte, almacenamiento y comunicaciones se estima crecerá un 6,8% en el 2011 y 6,9% en el 2012<sup>44</sup>; ii) la industria manufacturera crecería 3,9% y 3,8% en el 2011 y 2012 respectivamente; iii) otros servicios prestados a empresas se estima crecerán 13,8% en el 2011 (12,5% en el 2012)<sup>45</sup> y, iv) la actividad de comercio, restaurantes y hoteles<sup>46</sup>.

Por su parte, la actividad de la construcción crecería un 2,8% en el 2011, en mayor medida por la evolución de la construcción privada, en tanto que para el 2012 se estima que esta actividad estaría consolidando su recuperación (5,9%). En este periodo se espera que el avance de la construcción pública complemente el crecimiento previsto para la construcción privada. Para la actividad agropecuaria se prevé un crecimiento de 1,8% para el bienio 2011- 12<sup>47</sup>.

Desde la óptica del gasto, los condicionantes externos e internos de la economía costarricense hacen prever un crecimiento de la demanda agregada de 5,5% y 5,6% para el 2011 y 2012 respectivamente, explicada en ambos años, en mayor medida, por el comportamiento de la demanda interna (5,1% en el 2011 y 5,3% en el 2012). Lo anterior, es consistente con la evolución esperada de las industrias que producen para el mercado interno.

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

|  | 2010        | 2011        | 2012        |
|--|-------------|-------------|-------------|
| <b>Producto Interno Bruto real</b>                                   | <b>4,2%</b> | <b>4,5%</b> | <b>4,7%</b> |
| Agricultura, silvicultura y pesca                                    | 6,5%        | 1,8%        | 1,8%        |
| Explotación de minas y canteras                                      | -6,1%       | 3,8%        | 4,5%        |
| Industria manufacturera  | 3,3%        | 3,9%        | 3,8%        |
| Construcción   | -5,6%       | 2,8%        | 5,9%        |
| Electricidad y agua  | 2,3%        | 2,1%        | 2,4%        |
| Comercio, restaurantes y hoteles                                     | 4,0%        | 4,3%        | 4,0%        |
| Transporte, almacenaje y comunicaciones                              | 6,4%        | 6,8%        | 6,9%        |
| Establecimientos financieros y seguros                               | 1,8%        | 4,3%        | 5,1%        |
| Bienes Inmuebles   | 3,7%        | 4,1%        | 4,6%        |
| Otros servicios prestados a empresas                                 | 11,5%       | 13,8%       | 12,5%       |
| Servicios de administración pública                                  | 3,5%        | 1,6%        | 2,0%        |
| Servicios comunales, sociales y personales                           | 4,3%        | 3,1%        | 3,6%        |
| Menos: Servicios de Intermediación financiera medidos indirectamente | 0,8%        | 5,7%        | 6,3%        |

Fuente: Banco Central de Costa Rica

<sup>44</sup> La dinámica en la industria de telecomunicaciones estaría liderando el crecimiento de esta actividad, determinado en especial por la evolución esperada en telefonía móvil, Internet y servicios de telefonía de voz sobre IP. Adicionalmente, pero en menor medida destacan la mayor demanda de servicios asociados al comercio exterior de mercancías y al turismo.

<sup>45</sup> Se prevé un crecimiento de los servicios prestados a empresas, principalmente, de las actividades exportables como centros de llamadas, programas de cómputo y centros de servicios asociados con la expansión de los servicios brindados actualmente y al inicio de operaciones de nuevas empresas

<sup>46</sup> El mayor dinamismo en el 2011 vendrá de las actividades de comercialización de vehículos, aparatos eléctricos y del hogar, hierro y maquinaria y la mayor afluencia de turistas al país. Para el 2012 se prevé que la actividad comercial se incremente específicamente de las actividades asociadas con la construcción, aparatos eléctricos y alimentos.

<sup>47</sup> El crecimiento previsto para el 2011 se sustenta en la producción de piña, banano y café. Otros productos tales como yuca, melón, caña y la actividad de carne reducirán su nivel de actividad, debido a que los bajos precios en el mercado no permitirían cubrir sus costos de producción. Para el 2012 se prevé que actividades como piña y banano comiencen a presentar un agotamiento en la capacidad de expansión del área sembrada, además de la regulación ambiental más estricta; la reducción en la producción de melón por problemas de rentabilidad. La estabilidad en mercados internacionales permitiría que las exportaciones de flores, plantas y raíces vivas crezcan moderadamente y actividades como el arroz estarían mostrando más dinamismo consecuencia del reemplazo de la actividad melonera en el país.

La demanda interna estaría determinada por el consumo privado en razón del aumento del ingreso nacional disponible (4,0% y 4,8% en el 2011 y 2012) y del acceso al crédito para la adquisición de bienes de consumo. Esto es coherente con el mayor financiamiento para consumo y comercio que se prevé como vía para facilitar las posibilidades de consumo de los hogares.

Luego de presentar un crecimiento de 3,9% en el 2010, la continuidad de la política fiscal restrictiva en el 2011 se reflejaría en una desaceleración del crecimiento del consumo público de 1.6 p.p., en tanto para el 2012 se prevé un crecimiento de 3,1%, donde se espera que la restricción en la contratación de personal, supere la limitación que se presentó durante el 2011.<sup>48</sup>

En lo que respecta a la demanda externa, se prevé que el volumen de ventas externas crezca en promedio un 6,2% en el bienio 2011-12, acorde con la evolución comentada de las industrias que se dedican a la exportación.

Por su parte, las importaciones a precios constantes aumentarían en 7,4% y 7,3% en esos años determinadas, principalmente, por las compras de materias primas. Cabe destacar que las importaciones de servicios estarían reflejando en el 2012, un mayor dinamismo del turismo emisor.

Por su parte, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se prevé rondará el 5% y 5,5% del PIB en el 2011 y 2012, respectivamente. Estos desbalances son superiores a los contemplados en la programación macroeconómica de inicios del 2011, básicamente, por una mayor brecha comercial. Este resultado obedece, fundamentalmente, al incremento en el valor de las compras externas de bienes tanto por precio como por volumen, de manera coherente con un mayor nivel de actividad económica externa y local.

Las cotizaciones de hidrocarburos para el bienio 2011-12 se revisaron al alza al considerar los valores observados en la primera parte del 2011, en los que incidieron los problemas políticos en el Oriente Medio y el mejor desempeño de la actividad económica en los países emergentes y en desarrollo.

**Cuadro 9. Demanda y oferta globales a precios constantes**

-variación porcentual interanual-

|                                  | 2010       | 2011       | 2012       |
|----------------------------------|------------|------------|------------|
| <b>DEMANDA = OFERTA</b>          | <b>7,6</b> | <b>5,5</b> | <b>5,6</b> |
| 1 Demanda interna                | 8,9        | 5,1        | 5,3        |
| a. Consumo privado               | 4,1        | 4,8        | 4,5        |
| b. Consumo de Gobierno           | 3,9        | 2,3        | 3,1        |
| c. Inversión Privada             | -1,1       | 8,6        | 8,3        |
| d. Inversión pública             | 7,6        | -4,0       | 8,1        |
| e. Variación Inventarios (% PIB) | 0,7        | 1,1        | 1,2        |
| 2 Exportaciones                  | 5,4        | 6,2        | 6,2        |
| Bienes                           | 5,1        | 5,5        | 5,3        |
| Servicios                        | 6,7        | 8,6        | 9,4        |
| 3 Importaciones                  | 15,2       | 7,4        | 7,3        |
| Bienes                           | 13,9       | 8,2        | 7,3        |
| Servicios                        | 24,2       | 2,5        | 7,1        |
| <b>4 Producto Interno Bruto</b>  | <b>4,2</b> | <b>4,5</b> | <b>4,7</b> |

Fuente: Banco Central de Costa Rica

<sup>48</sup> Los servicios públicos de educación y salud, enfrentan una demanda creciente asociada al aumento en la población. La continuidad de una política restrictiva implicaría una disminución en la calidad de los servicios prestados.

Para el 2011 se estima que el precio del barril de cóctel ronde los EUA\$114 en contraste con la previsión original del EUA\$94; cuyo efecto estaría parcialmente compensado por un mejor desempeño de las exportaciones de bienes y servicios. Análogamente, se espera que este comportamiento se replique en el 2012, con las exportaciones de bienes y servicios generando ingresos que amortigüen el aumento en los precios de los hidrocarburos y otras compras externas de bienes.

En general, se espera que la tendencia a la reactivación en los flujos de comercio de bienes se mantenga durante el resto del 2011-12. La recuperación del comercio mundial contribuiría a que las exportaciones de bienes crezcan en torno al 8,6% y 6,7% en términos nominales (5,5% y 5,3% en reales) en el 2011 y 2012. Las importaciones totales una vez excluido el efecto precio, aumentarían 8,2% y 7,3% para ese bienio.

Se estima que el superávit de los servicios se ubique alrededor del 9,2% y 10% del PIB en el 2011 y 2012, lo que compensará en parte el déficit de la cuenta de bienes y de la renta de factores. En este resultado destaca tanto el desempeño del turismo receptivo, como de las actividades de apoyo empresarial, de informática y de procesamiento de información<sup>49</sup>.

La brecha en la cuenta corriente de la balanza de pagos estimada para el 2011, se prevé que sería financiada con ahorro externo de largo plazo (IED), revisado al alza respecto a la estimación previa, por los nuevos flujos de capital principalmente canalizados por las compañías telefónicas extranjeras que darán servicio en Costa Rica y la expansión del sector comercial y turístico. Para el 2012 se prevé que

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

|                                       | 2010 <sup>1/</sup> | 2011          | 2012          |
|---------------------------------------|--------------------|---------------|---------------|
| <b>Cuenta corriente</b>               | <b>-1.439</b>      | <b>-2.023</b> | <b>-2.344</b> |
| Bienes                                | -4.089             | -5.339        | -6.152        |
| Exportaciones FOB                     | 9.482              | 10.296        | 10.987        |
| Importaciones CIF                     | 13.570             | 15.635        | 17.139        |
| De los cuales hidrocarburos           | 1.601              | 2.147         | 2.281         |
| Servicios                             | 3.028              | 3.734         | 4.300         |
| De los cuales viajes                  | 1.584              | 1.742         | 1.923         |
| Renta y transferencias                | -378               | -419          | -492          |
| <b>Cuenta de capital y financiera</b> | <b>2.000</b>       | <b>2.203</b>  | <b>2.244</b>  |
| Cuenta de capital                     | 55                 | 21            | 9             |
| Cuenta financiera                     | 1.945              | 2.182         | 2.234         |
| Sector público                        | 480                | -217          | -59           |
| Sector privado                        | 1.465              | 2.399         | 2.293         |
| De los cuales IED                     | 1.466              | 2.200         | 2.220         |
| <b>Activos de reserva</b>             | <b>-561</b>        | <b>-180</b>   | <b>100</b>    |
| (-aumento, + disminución)             |                    |               |               |
| <b>Memorandum</b>                     |                    |               |               |
| Cuenta Corriente / PIB                | -4,0%              | -5,0%         | -5,5%         |
| Cuenta Comercial / PIB                | -11,4%             | -13,1%        | -14,3%        |
| Balance de Servicios / PIB            | 8,4%               | 9,2%          | 10,0%         |
| Balance de Renta / PIB                | -2,1%              | -2,0%         | -2,1%         |
| Capital Privado/PIB                   | 4,1%               | 5,9%          | 5,3%          |
| Inversión directa/PIB                 | 4,1%               | 5,4%          | 5,2%          |
| Resto de Capital Privado/PIB          | 0,0%               | 0,5%          | 0,2%          |
| CC sin Hidrocarburos/PIB              | 0,5%               | 0,3%          | -0,1%         |
| Saldo de RIN                          | 4.627              | 4.807         | 4.707         |
| Saldo de RIN/PIB                      | 12,9%              | 11,8%         | 11,0%         |

<sup>1/</sup> Preliminar

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

**Cuadro 11. Precio medio en dólares del barril de cóctel de hidrocarburos**

|      | I Semestre | II Semestre | Anual |
|------|------------|-------------|-------|
| 2010 | 85,6       | 87,9        | 86,7  |
| 2011 | 116,2      | 111,8       | 114,0 |
| 2012 | 115,0      | 114,0       | 114,5 |

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información de New York Mercantile Exchange (NYMEX).

<sup>49</sup> Se estima que el flujo de turistas crecerá 6,3% y 5,9% en 2011 y 2012 respectivamente, y los servicios de apoyo empresarial 15% y 8%, en los mismos años.

los recursos proyectados por concepto de IED cubrirán casi la totalidad del desbalance en cuenta corriente.

En relación con las operaciones financieras del sector público la previsión contempla flujos netos negativos en el bienio 2011-12 dadas las amortizaciones programadas<sup>50</sup>. El sector estatal continuaría con acceso al crédito del resto del mundo, aunque algunas dependencias públicas han postergado la ejecución de proyectos de infraestructura vial que estaban previstos para el 2011; por lo que se espera que su ejecución se concrete en el 2012.

**Cuadro 12. Comercio exterior de bienes**  
- variación porcentual interanual-

|               | Nominal |      |      |
|---------------|---------|------|------|
|               | 2010    | 2011 | 2012 |
| Exportaciones | 7,3     | 8,6  | 6,7  |
| Importaciones | 19,6    | 15,2 | 9,6  |
|               | Real    |      |      |
|               | 2010    | 2011 | 2012 |
| Exportaciones | 5,1     | 5,5  | 5,3  |
| Importaciones | 13,9    | 8,2  | 7,3  |

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Las operaciones financieras y reales llevarían a que el saldo de reservas monetarias internacionales netas (RIN) alcance un 11,8% y 11,0% del PIB estimado para el bienio 2011-12, respectivamente.

En lo que respecta a las finanzas públicas, las proyecciones contemplan un déficit anual para el Sector Público Global en el 2011-12 superior al observado al cierre del 2010. Cabe indicar que este resultado no contempla el efecto de la aprobación de alguna reforma fiscal, particularmente, del Proyecto de Ley de Solidaridad Tributaria.

Dadas las previsiones anteriores, se estima que los agregados monetarios en 2011-12 crecerían de manera coherente con la actividad económica, el objetivo inflacionario y la sostenibilidad de mediano y largo plazo del resultado de la balanza de pagos. La liquidez total del Sistema Financiero Nacional crecería en torno al 9,3% y 9,7% anual en esos años. Dichos recursos llevan asociada una disponibilidad de fondos prestables para el sector privado de 10,8% y 9,3% para el 2011 y 2012, respectivamente, y además para atender parte del financiamiento requerido por el sector público.

## 4. OBJETIVOS Y ACCIONES DE POLÍTICA

El Banco Central reafirma su compromiso ante la sociedad costarricense de continuar y consolidar el proceso de reducción de la inflación observado desde diciembre del 2008, para que en el mediano plazo se converja hacia las inflaciones que muestran los principales socios comerciales de Costa Rica.

En razón del compromiso de mantener la inflación bajo control, en un contexto de recuperación económica, en esta revisión se mantiene el objetivo de inflación establecido en el Programa Macroeconómico 2011-12. Lo anterior significa reducir la inflación de un 5,8% en diciembre del

<sup>50</sup> En el primer semestre del 2011 se cancelaron EUA\$250 millones y para el 2012 está previsto el pago de un monto similar por concepto de vencimientos de emisiones de deuda externa.

2010 a un 5% y 4% en diciembre del 2011 y del 2012, en ese orden, en ambos casos con un rango de tolerancia de un punto porcentual ( $\pm 1$  p.p.).

Durante este período la política monetaria continuará orientada a controlar la inflación, con acciones tendientes a consolidar la flotación cambiaria y la nueva estrategia de control monetario, con el fin de que la tasa de interés de corto plazo (TPM) constituya el principal instrumento de la política monetaria, sin perjudicar la estabilidad externa y sin descuidar sus objetivos subsidiarios.

Particularmente, el Banco Central mantendrá en el corto plazo su compromiso con los parámetros de la banda cambiaria<sup>51</sup>, sin que ello limite continuar con la transición, gradual y ordenada, hacia la flotación cambiaria<sup>52</sup> y así cumplir uno de los prerrequisitos en el proceso de avance hacia un esquema monetaria 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. 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.

En el campo monetario, continuará con la adopción de medidas que permitan consolidar la tasa de interés de corto plazo (TPM) como el principal instrumento de política. Particularmente, en los próximos meses el Banco Central buscará:

- i) Consolidar la nueva estrategia de control monetario aprobada por la Junta Directiva del Banco Central el 1 de junio del 2011.
- ii) Procurar mantener la separación ordenada de las operaciones de gestión de deuda y de aquellas para el afinamiento monetario.

Aunado a lo anterior el Banco Central buscará mejorar en general el canal de comunicación con la sociedad, como medida complementaria para facilitar la comprensión de las decisiones de política monetaria y cambiaria, y con ello coadyuvar en el proceso de formación de las expectativas y anclarlas en torno a la meta de inflación.

De manera subsidiaria y, en apego a lo dispuesto en su Ley Orgánica, las acciones del Banco Central también procurarán la ocupación plena de los recursos productivos del país así como mejorar la eficiencia, la competencia y estabilidad del sistema financiero costarricense.

Particularmente, en materia de estabilidad financiera<sup>53</sup> el Banco Central mantiene su compromiso con iniciar, de manera coordinada con las entidades encargadas de la supervisión financiera en el

---

<sup>51</sup> 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.

<sup>52</sup> El recuadro 2 del Informe de Inflación de Mayo 2010 describe la nueva clasificación de regímenes cambiarios que aplica el FMI (<http://www.bccr.fi.cr/documentos/publicaciones/archivos/Informe%20de%20Inflación%20Mayo%202011.pdf>).

<sup>53</sup> 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.

país (CONASSIF, SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE), las tareas inherentes al establecimiento de un sistema de seguimiento macroprudencial del sistema financiero<sup>54</sup>.

El Banco Central considera muy importante 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 lograr las reformas y medidas tendientes a contener y racionalizar el gasto público, así como aumentar los ingresos corrientes del Gobierno Central.

El cuadro 13 presenta las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2011-12 que dan sustento a esta revisión 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, máxime que como economía pequeña y abierta, Costa Rica está expuesta a choques que se presentan en la actividad económica y financiera mundial y en las cotizaciones de las materias primas en el mercado internacional.

---

<sup>54</sup> La política macroprudencial contribuye a promover la estabilidad financiera y macroeconómica reduciendo los riesgos sistémicos. Tiene una dimensión cíclica, que involucra la combinación de un conjunto de herramientas basadas en reglas y un grado limitado de discrecionalidad, que permite gestionar el papel del sistema financiero como fuente de choques y amplificador de los ciclos económicos. Su objetivo es reducir la prociclicidad de los servicios financieros disminuyendo la acumulación de riesgos en la fase expansiva del ciclo y reduciendo el efecto negativo durante la fase contractiva para respaldar la actividad económica. Usualmente se incorporan, entre otros, indicadores agregados de suficiencia patrimonial, calidad de activos, rendimientos, liquidez y sensibilidad a riesgos de mercado. Más recientemente se han explorado indicadores relacionados con la composición de pasivos bancarios, sobre todo para tratar de medir su estabilidad según sea el acreedor. Estos indicadores suelen complementarse con el seguimiento de variables macroeconómicas como producción, empleo y macroprecios, estudios relativos a auges crediticios, “burbujas” de precios de activos reales y las denominadas “pruebas de esfuerzo” para determinar la capacidad del sistema financiero para enfrentar choques macroeconómicos internos o externos.

Cuadro 13. Principales variables macroeconómicas 2010-12

|  | 2010   | Proyecciones |              |              |              |
|--|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|  |        | 2011         |              | 2012         |              |
|  |        | PM           | Rev PM       | PM           | Rev PM       |
| <b>PIB</b>   |        |              |              |              |              |
| Real   | 4,2%   | 4,3%         | 4,5%         | 4,5%         | 4,7%         |
| Nominal  | 12,4%  | 10,2%        | 9,8%         | 8,9%         | 9,6%         |
| Deflator implícito                                   | 7,8%   | 5,7%         | 5,1%         | 4,2%         | 4,6%         |
| Ingreso Nacional Disponible Bruto Real               | 3,3%   | 4,8%         | 4,0%         | 4,9%         | 4,8%         |
| <b>Inflación (tasa anual dic-dic)</b>                |        |              |              |              |              |
| Medido con IPC                                       | 5,8%   | 5% (±1 p.p.) | 5% (±1 p.p.) | 4% (±1 p.p.) | 4% (±1 p.p.) |
| <b>Balanza de Pagos</b>                              |        |              |              |              |              |
| Cuenta corriente (% PIB)                             | -4,0%  | -4,2%        | -5,0%        | -4,9%        | -5,5%        |
| Cuenta comercial (% PIB)                             | -11,4% | -12,2%       | -13,1%       | -13,4%       | -14,3%       |
| Cuenta de Capital y financiera (mill \$)             | 2.000  | 1.983        | 2.203        | 1.932        | 2.244        |
| Sector Público                                       | 535    | -93          | -196         | -212         | -49          |
| Sector Privado                                       | 1.465  | 2.077        | 2.399        | 2.144        | 2.293        |
| Inversión Extranjera Directa                         | 1.466  | 1.770        | 2.200        | 1.800        | 2.220        |
| Saldo RIN (% PIB)                                    | 12,9%  | 12,4%        | 11,8%        | 11,2%        | 11,0%        |
| <b>Sector Público Global Reducido (% PIB)</b>        |        |              |              |              |              |
| Resultado Financiero                                 | -6,1%  | -6,3%        | -5,8%        | n.d.         | n.d.         |
| Gobierno Central                                     | -5,3%  | -5,4%        | -4,8%        | n.d.         | n.d.         |
| Resto SPNF   | -0,3%  | -0,3%        | -0,4%        | n.d.         | n.d.         |
| BCCR   | -0,5%  | -0,6%        | -0,6%        | -0,4%        | -0,5%        |
| <b>Agregados monetarios y crediticios (variac %)</b> |        |              |              |              |              |
| Liquidez Total (M3)                                  | 9,9%   | 9,3%         | 9,3%         | 9,0%         | 9,7%         |
| Crédito al sector privado                            | 8,6%   | 10,0%        | 10,8%        | 11,2%        | 9,3%         |

1/ Moneda extranjera valorada al tipo de cambio promedio de la Revisión del Programa Macroeconómico 2011-12.

Fuente: 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 ajustará la postura de su política monetaria en función del logro del objetivo de inflación. No obstante, como toda proyección macroeconómica, su valor predictivo está condicionado a la no materialización de algunos riesgos.

En el Programa Macroeconómico aprobado en enero se identificaron tres riesgos de origen externo que podrían desviar las proyecciones del bienio 2011-12: la incertidumbre sobre la expansión de la economía mundial y sobre la evolución de los precios de las materias primas, así como la magnitud y permanencia de flujos de capital hacia las economías emergentes. Estos riesgos continúan vigentes para las proyecciones de los próximos dieciocho meses.

- i) Si bien la actividad económica mundial continúa recuperándose desde la recesión del 2009, el débil crecimiento de las economías avanzadas crea dudas con respecto a su consolidación. Por una parte, las perspectivas de crecimiento en la economía estadounidense han sido revisadas a la baja en los últimos meses y por otra, se ha incrementado la volatilidad

financiera en razón de los retos fiscales en algunos países de la Eurozona, factores que en conjunto aumentan los riesgos a la baja en la expansión mundial con respecto a lo proyectado a inicios del año. De mantenerse esta situación, por su efecto sobre la demanda externa del país, se reducirían las estimaciones de crecimiento de la producción interna, pero podría favorecer el objetivo de inflación anunciado.

- ii) Los precios de las materias primas, en particular el petróleo, registraron aumentos importantes en los primeros meses del año, tanto por incrementos de demanda como por choques de oferta (condiciones meteorológicas desfavorables y conflictos políticos en países del norte de África y del Medio Oriente). Sin embargo, recientemente estos precios aunque en niveles todavía altos han tendido a estabilizarse e incluso en el caso del West Texas Intermediate (WTI) luego de alcanzar en abril un precio por barril de EUA\$109,5, en mayo y junio se redujo hasta ubicarse en torno a los EUA\$98,5<sup>55</sup>. Sin embargo, la volatilidad que caracteriza las cotizaciones de las materias primas en el mercado internacional, continuaría constituyendo un factor que condiciona de manera importante el logro de las proyecciones tanto de producción como de precios.
- iii) El modesto crecimiento de las economías avanzadas induciría a mantener condiciones monetarias laxas, hecho que llevaría a mantener sus tasas de interés en sus mínimos históricos. En efecto, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos en la reunión de junio decidió mantener el rango objetivo para la tasa de fondos federales entre 0 y 0.25% para promover la recuperación económica y completar sus compras de EUA\$600 mil millones de valores a largo plazo del Tesoro a finales de ese mes y de mantener su actual política de reinversión de los pagos del principal de sus tenencias de valores.

Así, la disponibilidad de liquidez mundial aunada a la relativa fortaleza de las economías emergentes y en especial de algunos países de América Latina, podría continuar incentivando mayores flujos de capital hacia esta región, con la consecuente apreciación de sus monedas y del tipo de cambio real. Costa Rica no está ajena a este fenómeno, así que la posible pérdida de competitividad en algunas industrias que producen para el mercado externo podría reflejarse en una reducción del crecimiento estimado para la producción local. Sin embargo, esa situación reduciría el impacto de la inflación importada sobre los precios locales, con lo que se favorecería el objetivo de inflación.

- iv) Más recientemente, se agrega el riesgo de que la economía estadounidense no pueda incrementar el límite de endeudamiento público, lo cual limitaría el gasto del gobierno y su aporte a la recuperación de la economía, reflejándose eventualmente en un mayor desempleo y una menor expansión en el consumo privado de esa economía, con implicaciones directas sobre el crecimiento mundial.

En el sistema financiero internacional, esta situación podría generar un aumento en la incertidumbre y un incremento en los costos de captación de Estados Unidos y, posiblemente, de otros países que mantienen estrecha relación con este país, así como una caída en el

---

<sup>55</sup> En el caso del Brent alcanzó en abril un precio medio por barril de EUA\$123,2, para luego descender a EUA\$114,5 en promedio para mayo y junio.

precio de los bonos del Tesoro y pérdidas en las carteras de inversión que incluyan estos títulos como parte de sus activos, como es el caso de los activos de reserva de bancos centrales.

En relación con los factores de riesgo de origen interno también se mantienen los enunciados en el PM 2011-12 de enero relacionados con: expectativas de inflación reacias a converger al rango objetivo de precios, deterioro del resultado financiero del Gobierno Central y compromiso de defensa de los tipos de cambio de intervención del régimen de banda.

- i) Las expectativas de inflación se mantienen ancladas en torno al 7% en promedio, cifra superior a la tasa media del rango meta establecido para el bienio del 2011-12. Toda vez que es una de las principales variables que explica la evolución de corto plazo de la inflación, persiste el riesgo de que una lenta convergencia de las expectativas hacia el objetivo del Banco Central implique un desvío al alza de la inflación.
- ii) La permanencia del deterioro financiero del Gobierno Central, podría manifestarse en presiones al alza de la tasa de interés debido a la limitada disponibilidad interna de recursos prestables del Sistema Financiero Nacional, máxime si el crédito al sector privado continúa reactivándose. Lo anterior a su vez podría incentivar el uso de disponibilidades de los bancos en el exterior o bien la entrada de capitales y traducirse en presiones para la apreciación del tipo de cambio, incidiendo sobre la efectividad de la política monetaria para mantener la inflación en el rango de proyección.

El Banco Central considera que la aprobación de una reforma tributaria es necesaria para la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, reconoce que este hecho tendría efectos tanto de corto plazo (transitorios) como de largo plazo que implicarán la revisión de su programación macroeconómica. Los primeros efectos se manifestarían en una mayor inflación y en la eventual reducción en el nivel de producción de algunas industrias. En tanto que los segundos tenderían a mejorar las expectativas sobre el desempeño de la economía (percepción de sostenibilidad fiscal); reduciría la presión alcista del financiamiento del déficit fiscal sobre tasas de interés y con ello el efecto estrujamiento del sector privado e, implicaría menores presiones de apreciación del tipo de cambio real.

- iii) El régimen de banda cambiaria implica un reto para la política monetaria, en razón del contexto internacional de excesos de liquidez y del compromiso del Banco Central de defender los tipos de cambio de intervención. En particular, existe el riesgo de que el tipo de cambio se ubique en el límite inferior, lo cual provocaría un aumento no programado en el saldo de las reservas monetarias internacionales y por ende, en los medios de pago, a consecuencia de la creación de liquidez que implica la compra de divisas ante la defensa de la banda cambiaria. Si el exceso de oferta no fuera esterilizado en su totalidad, aumentaría la presión inflacionaria con lo cual se tornaría más difícil alcanzar la meta de inflación.