

**PROGRAMA MACROECONÓMICO
2014-2015**

Junta Directiva

Presidente

Dr. Rodrigo Bolaños Zamora

Ministro de Hacienda

M.Sc. Édgar Ayales Esna

Directores

Lic. Jorge Alfaro Alfaro

Licda. Laura Suárez Zamora

M.A. Silvia Charpentier Brenes

Dr. Juan Rafael Vargas Brenes

El cumplimiento de los objetivos macroeconómicos que la sociedad costarricense asignó al Banco Central de Costa Rica, tiene como un elemento de particular importancia la adecuada comunicación de las estrategias y acciones que para ello emprende esta entidad. Por ese motivo, el Banco Central da a conocer su Programa Macroeconómico para el bienio 2014-15, aprobado por la Junta Directiva en el artículo 4 de la sesión 5633-2014 del 29 de enero de 2014.

Dentro de ese espíritu, el inciso b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558) establece el compromiso de esta entidad de publicar el programa monetario¹. A la vez, con la publicación de este documento se atiende lo señalado en el inciso f) de este artículo que dispone que el Banco Central publique en enero y julio un informe sobre la evolución de la economía en el semestre previo.

En cumplimiento de lo anterior, de los objetivos establecidos en su Ley Orgánica y con base en el diagnóstico de la situación económica del 2013 y las proyecciones para los próximos 24 meses, se define una meta de inflación, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor, de 4% con un rango de tolerancia de ± 1 punto porcentual (p.p.) para el 2014 y 2015. En cuanto al déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, se estima rondará el 5% del Producto Interno Bruto en cada uno de esos años, faltante que será financiado en más del 90% con flujos de largo plazo provenientes de la inversión extranjera directa; además, se considera que podrían darse condiciones que lleven a una moderada depreciación del tipo de cambio real. La actividad económica continuará mostrando una aceleración, impulsada por la mayor demanda externa y por el aceleramiento de la economía interna, lo que llevaría a crecimientos del PIB de 3,8% en el 2014 y de 4,1% en el 2015.

En el 2013 la situación económica externa se caracterizó por la incertidumbre asociada con el ritmo de recuperación de la economía mundial y, con las implicaciones que eventuales ajustes en la política fiscal y monetaria de economías avanzadas podrían tener sobre el crecimiento global. Esta incertidumbre se manifestó en la variabilidad que, a lo largo del año, mostraron las estimaciones de crecimiento realizadas por organismos internacionales y agencias especializadas, que contemplan para el bienio 2014-15 una reducción en el dinamismo de las naciones emergentes y crecimientos moderados en los países avanzados.

En el ámbito interno el balance macroeconómico del 2013 fue positivo, en el tanto: i) se evitó que los excedentes monetarios generados por la entrada de capital externo, manifiesta particularmente entre el tercer cuatrimestre del 2012 y enero del 2013, desestabilizaran los mercados monetarios y financieros; ii) la inflación interanual promedio estuvo en el rango meta; iii) el crecimiento económico superó lo previsto en la programación macroeconómica, sin generar presiones de demanda agregada sobre la inflación y, los indicadores de empleo mostraron una mejoría con respecto a lo observado a finales del 2012; iv) el déficit en cuenta corriente fue financiado con capital de largo plazo; v) los agregados monetarios líquidos y los indicadores crediticios crecieron acorde con la meta de inflación y el nivel de actividad económica y; vi) pese al deterioro en las finanzas públicas, el financiamiento requerido no generó presiones sobre las tasas de interés locales, por cuanto el Gobierno utilizó internamente parte de los recursos provenientes de la colocación de bonos en los mercados internacionales; esta situación permitió

¹ Cabe indicar que, a partir del 2007 es denominado Programa Macroeconómico; la congruencia de este programa es evaluada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT). Para mayor detalle consultar el documento "El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio" en [DIE-08-2008-DI](#).

atender parte de la demanda por divisas y contribuyó a que el tipo de cambio se mantuviera cercano al piso de la banda cambiaria.

En el 2013, acorde con las condiciones prevalecientes en el mercado monetario, y dada la desaceleración en el crecimiento de actividades fuera de los regímenes especiales de comercio, la Junta Directiva del Banco Central redujo la Tasa de política monetaria en dos ocasiones (de 5,0% a 4,0% a partir del 20 de junio y a 3,75% a partir del 19 de diciembre) y, en julio eliminó los límites al crecimiento global del crédito al sector privado no financiero, establecidos a inicios de ese año.

Para el bienio 2014-15 el detalle de las proyecciones macroeconómicas contempla una recuperación moderada en el ritmo de crecimiento económico, sin que ello genere presiones de demanda agregada sobre la inflación. Si bien el Programa no considera medidas que procuren una solución al problema de las finanzas públicas, supone que el país tendrá acceso a recursos externos de largo plazo, que permitirán atenuar las presiones del financiamiento de ese déficit sobre el tipo de cambio y las tasas de interés. Además, contempla la política de reducción en la compra de activos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos de América, que inició en enero del 2014 y que disminuirá la entrada neta de capital privado externo al país.

El Banco Central estima que existe espacio para continuar con la reducción gradual de la inflación, en procura de converger, en el mediano plazo, hacia la inflación de los principales socios comerciales, sin que ello afecte negativamente la producción y la generación de empleo. De los riesgos identificados en este Programa destaca el asociado con la sostenibilidad de la disminución en la inflación, que depende de manera importante de que, en el mediano plazo, el déficit fiscal se reduzca a niveles que no comprometan la sostenibilidad de la deuda pública.

La inflación es un impuesto regresivo y, en el tanto sea baja y estable favorece la capacidad de los agentes económicos en el proceso de toma de decisiones de ahorro e inversión y, como resultado de ello, incide positivamente en la generación de nuevas inversiones y de empleo. Por tanto, la reducción de la meta de inflación es compatible con los objetivos institucionales de promover la ocupación plena de los recursos productivos y el ordenado desarrollo de la economía costarricense.

En cuanto al rango de tolerancia de ± 1 p.p., el Banco Central mantiene lo definido en programas macroeconómicos anteriores, por cuanto reconoce que existen riesgos cuya materialización podría comprometer el cumplimiento de esta meta inflacionaria. Entre estos riesgos destacan: i) la presión en los mercados locales asociada al deterioro de las finanzas públicas; ii) un sistema financiero vulnerable, ante el mayor uso de fondos externos para conceder crédito al sector privado, sistema aún en proceso de mejorar el grado de solidez con las medidas aprobadas por los entes supervisores, vigentes a partir del 2014; y iii) que la reducción del estímulo monetario en Estados Unidos ocurra en forma no ordenada y genere restricciones internas de liquidez que provoquen ajustes no esperados en los macroprecios.

Por último, debe señalarse que el Banco Central mantendrá un seguimiento cercano a la situación macroeconómica del país, con el fin de ajustar, oportunamente, la postura de su política ante factores que atenten contra el cumplimiento de los objetivos asignados. Asimismo, continuará mejorando la comunicación con la sociedad, para promover el adecuado entendimiento de sus acciones y facilitar el proceso de formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA DEL 2013	8
2.1. Economía internacional	8
2.2. Economía nacional.....	10
2.2.1. Inflación.....	10
2.2.2. Actividad económica.....	11
2.2.3. Balanza de pagos	15
2.2.4. Finanzas públicas.....	16
2.2.5. Agregados monetarios, crediticios, tasas de interés y tipo de cambio	18
3. PROGRAMA MACROECONÓMICO 2014-15	22
3.1. Objetivos y medidas de política.....	22
3.2. Proyecciones macroeconómicas 2014-15.....	24
3.3. Balance de riesgos.....	31
3.3.1. Algunas consideraciones sobre la vulnerabilidad externa de la economía.....	33

PROGRAMA MACROECONÓMICO 2014-2015

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica presenta su Programa Macroeconómico 2014-15 para informar a la sociedad sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas en el 2013, así como las metas, medidas de política y proyecciones para los próximos veinticuatro meses, congruentes con los objetivos asignados en el artículo 2 de su Ley Orgánica (Ley N° 7558).

Según esta disposición legal, los objetivos prioritarios del Banco Central son preservar la estabilidad interna y externa del colón y asegurar su conversión a otras monedas. Además, en este Programa, se pone énfasis en los objetivos subsidiarios de promover la ocupación plena de los recursos productivos y un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo.

En relación con el primer objetivo (estabilidad interna de la moneda), para el bienio 2014-15 la meta de inflación disminuye a $4\% \pm 1$ p.p., un punto porcentual menor que la establecida para el 2014 en el Programa Macroeconómico 2013-14. También se reitera el compromiso de buscar, en el mediano plazo, la convergencia de la inflación local hacia la de los principales socios comerciales (estimada en 3% para el mediano plazo). Debe mencionarse que, de los riesgos identificados en este Programa destaca el asociado con la viabilidad de sostener la reducción en la inflación, que depende en alto grado de que, en el mediano plazo el déficit fiscal baje a niveles que no comprometan la sostenibilidad de la deuda pública.

En cuanto al segundo objetivo prioritario, las políticas del Banco Central velarán por la sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos, procurando condiciones para que el ahorro externo requerido para financiar la brecha en cuenta corriente sea capital de largo plazo. Se estima que este déficit alcance alrededor de 5% del PIB para ambos años y que, se financie en más del 90% con entradas de capital por inversión directa (forma parte de los flujos de largo plazo). También, se supone que las condiciones internacionales, en particular, asociadas con un paulatino retorno a la normalidad monetaria en los Estados Unidos de América, podrían llevar a una moderada depreciación del tipo de cambio real, elemento de ajuste en la balanza de pagos.

El citado artículo 2, además, asigna a esta entidad objetivos subsidiarios de los cuales sobresalen, por un lado, promover el ordenado desarrollo de la economía costarricense, a fin de lograr la ocupación plena de los recursos productivos procurando evitar o moderar las tendencias inflacionistas o deflacionistas que puedan surgir en el mercado monetario y crediticio. Para apoyar la reactivación de la economía, el Programa Macroeconómico mantiene en 3,75% la Tasa de política monetaria vigente a finales del 2013, en el tanto estima que el mayor crecimiento no creará presiones de demanda agregada sobre la inflación y que la brecha del producto se mantendrá negativa, aunque con una tendencia a cerrarse.

Otro objetivo subsidiario es promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo. Durante el 2013 el sistema financiero continuó aumentando su dependencia del financiamiento externo para atender el crecimiento del crédito al sector privado en moneda extranjera. Sin embargo, reconoce que esta última variable mostró una desaceleración en los últimos meses del 2013, y que ese endeudamiento externo se ha venido contratando a plazos largos y se ha utilizado, en parte, para sustituir deuda externa de corto plazo.

Además, la entrada en vigencia de las disposiciones de Conassif y Sugef ayudará a que el sistema financiero, paulatinamente, mejore la cobertura de los riesgos de crédito en moneda extranjera. Asimismo, se estima que los cambios en el entorno monetario internacional podrían traducirse en aumentos en las tasas de interés en dólares y en una moderada depreciación del colón frente al dólar estadounidense, que disminuiría el atractivo de endeudarse localmente en moneda extranjera. Por esas razones, el Banco Central considera que las tendencias recientes no aumentan los riesgos para el sistema financiero y la economía, aunque continuará observando de cerca su evolución con el fin de tomar medidas de ser necesarias.

En el 2013 los resultados macroeconómicos se caracterizaron por:

- i) Se controló el desequilibrio monetario presente a inicios del 2013. La entrada de capital externo llevó a una significativa compra de divisas por parte del Banco Central entre setiembre del 2012 y el primer trimestre del 2013. Con medidas como el límite al crecimiento del crédito al sector privado no financiero, el traslado gradual de esos recursos excedentes hacia instrumentos de deuda de mediano plazo del Banco Central y una activa participación de esta entidad en el mercado de dinero, se evitó que ese exceso monetario creara presiones de demanda agregada y desequilibrios en el sistema financiero.
- ii) La inflación, medida por la variación interanual del Índice de precios al consumidor (promedio anual de 5,2% e interanual a diciembre de 3,7%), estuvo contenida en el rango meta durante la mayor parte del año. Los desvíos observados respondieron a ajustes en precios de bienes y servicios regulados y a choques de oferta agrícola, elementos que dependen de forma indirecta o nula de la política monetaria.
- iii) El crecimiento económico (3,5% anual) superó lo previsto en la programación macroeconómica, sin generar presiones de demanda agregada sobre la inflación. Asimismo, los indicadores de empleo mejoraron con respecto a lo observado a finales del 2012; en particular la tasa de desempleo pasó de 9,8% en el cuarto trimestre del 2012 a 9% en el trimestre que concluye en noviembre del 2013 (según información de la Encuesta Continua de Empleo).
- iv) El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (5,1% del PIB) fue financiado con capital externo de largo plazo.
- v) Los agregados monetarios líquidos y los crediticios aumentaron acorde con la meta de inflación y el nivel de actividad económica.
- vi) Prevalcieron condiciones de relativa estabilidad cambiaria.

- vii) A pesar del deterioro en las finanzas públicas, el nivel de las tasas de interés tanto activas como pasivas bajó, dado que el financiamiento requerido por el Gobierno Central fue atendido, en parte, con el uso de recursos provenientes de la colocación de bonos en mercados internacionales, lo cual restó presión sobre la oferta de fondos prestables del mercado interno y contribuyó a la estabilidad en el tipo de cambio.

Las proyecciones económicas de este Programa fueron realizadas bajo los siguientes supuestos:

- i) La reducción del estímulo monetario en las economías avanzadas provoca ajustes graduales en los macroprecios, especialmente en las tasas de interés y el tipo de cambio.
- ii) El Banco Central mantendrá el compromiso con los parámetros de la banda cambiaria, hasta tanto se den las condiciones para sustituir este esquema por uno de flotación.
- iii) Durante el bienio no se aprueba una reforma fiscal y el Gobierno financiaría parte de sus requerimientos con la colocación de bonos de deuda externa² (EUA\$1.000 millones anuales).
- iv) El ingreso de capital externo disminuye por los factores indicados previamente, pero los recursos de largo plazo serán suficientes para financiar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Particularmente, es necesario señalar que el ajuste en la meta de inflación se considera viable, entre otros motivos, por cuanto:

- i) Desde agosto del 2009, la inflación interanual estuvo, mayoritariamente, dentro del rango meta. Los desvíos (en 10 meses de ese lapso) obedecieron a razones ajenas al control monetario, ocasiones en las que el Banco Central explicó las fuentes de estos desvíos.
- ii) En los últimos 36 meses la inflación interanual promedio fue de 4,9%.
- iii) La inflación de largo plazo (medida con indicadores de inflación subyacente) se ubicó en promedio en 4,5% en el 2013.
- iv) Existe holgura en la capacidad de producción y ha habido una mejora en la credibilidad de los agentes económicos sobre el compromiso del Banco Central con el objetivo inflacionario (medida con indicadores de expectativas inflacionarias). En prospectiva, pese al proceso de reactivación económica que inició en la segunda mitad del 2013 (y que disminuirá gradualmente a lo largo del año³), la producción seguirá por debajo de su nivel potencial.

² Es importante indicar que el presente ejercicio de programación supone que el Gobierno colocaría EUA\$1.000 millones en cada año del lapso 2014-15. Las condiciones específicas sobre el monto, plazo, tasas de interés y momento en que se realicen tales colocaciones le corresponderá definir las al Ministerio de Hacienda.

³ Como se verá posteriormente, esto refleja el efecto del encarecimiento de la liquidez internacional y a que varias industrias amparadas a regímenes especiales de comercio están en la fase contractiva de su ciclo de producción, luego de que en su fase expansiva alcanzaron tasas de variación altas (finales del 2013). Estos efectos compensarían, en parte, el impulso positivo asociado con una mayor demanda externa.

- v) Por la vía monetaria no se espera enfrentar presiones adicionales de demanda, toda vez que el Banco Central neutralizó los excesos monetarios de inicios del 2013.

Como se mencionó previamente, en enero del 2013 la economía presentó un exceso monetario creado, principalmente, por la intervención del Banco Central en defensa del límite inferior de la banda cambiaria. A esa fecha el exceso monetario fue equivalente a 27% del saldo promedio de la base monetaria proyectada para el 2013, exceso que pudo ser esterilizado gradualmente a lo largo del año. Esta condición monetaria está ausente en este Programa Macroeconómico.

- vi) Es imperativo resguardar el poder adquisitivo de la moneda nacional en la medida que la inflación es un impuesto regresivo,

Además, inflaciones bajas y estables facilitan el cálculo económico en el proceso de toma de decisiones de ahorro e inversión, y con ello incide en producción y el empleo. Así, una reducción de la meta de inflación es congruente con la promoción del crecimiento económico.

No obstante estas condiciones, el Banco Central reconoce que existen riesgos que podrían comprometer el logro de esta meta inflacionaria, razón por la cual mantiene el rango de tolerancia en un punto porcentual ($4\% \pm 1$ p.p). Entre estos riesgos sobresalen:

- i) La presión en el mercado local asociada con el financiamiento del creciente deterioro de las finanzas públicas. En un plazo más largo, de no corregirse el desequilibrio fiscal, podría no ser factible sostener la inflación en los niveles meta planteados.
- ii) La mayor vulnerabilidad del sistema financiero ante un uso creciente de fondos externos para conceder crédito al sector privado, podría comprometer la estabilidad del sistema financiero y con ello la estabilidad macroeconómica.
- iii) Que el retiro del estímulo monetario en países avanzados cause turbulencias en los mercados cambiarios y financieros del resto del mundo, lo que generaría restricciones internas de liquidez y ajustes mayores a los esperados en los macroprecios (tasas de interés y tipo de cambio).

También el Banco Central toma en consideración que existen elementos que de materializarse coadyuvarían en la consecución de los objetivos planteados en este Programa, entre otros: i) una reactivación de los socios comerciales (principalmente Estados Unidos) mayor a la prevista, con un efecto positivo sobre la demanda externa y; ii) mejoras en el déficit fiscal producto de medidas tendientes a reducir el aumento en los gastos gubernamentales y a incrementar los ingresos.

Como se ha señalado en otras ocasiones, el Banco Central permanecerá atento para ajustar su postura de política ante comportamientos del entorno macroeconómico externo e interno que atenten contra el cumplimiento de los objetivos asignados en su Ley Orgánica. Asimismo, mantendrá una activa comunicación con la sociedad, con el fin de promover el adecuado

entendimiento de sus acciones para facilitar el proceso de formación de expectativas por parte de los agentes económicos.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA DEL 2013

2.1. Economía internacional

La actividad económica mundial creció en el 2013 a tasas similares a las del año previo.

Particularmente, la producción en Estados Unidos aumentó 1,9% (2,8% en 2012), en respuesta a condiciones financieras más restrictivas (tasas de interés de largo plazo al alza), recortes en el gasto público y, dificultades para alcanzar un acuerdo fiscal; lo que restó dinamismo al crecimiento del gasto interno privado. No obstante, se mantuvo la tendencia a la baja en la tasa de desempleo (6,7% en diciembre, su menor nivel desde octubre del 2008).

Por su parte, la inflación fue de 1,2% en dic-13, inferior al valor de referencia (2,0%) de ese país.

Estos resultados, aunados a un robusto crecimiento de la producción en el tercer trimestre (4%), influyeron en la decisión de la Reserva Federal, a mediados del pasado mes de diciembre, de iniciar con la reducción del programa de compra mensual de activos, de EUA\$85 mil millones a EUA\$75 mil millones a partir de enero del 2014⁴. En esa ocasión convino en mantener la tasa de interés entre 0% y 0,25% y dejó abierta la posibilidad de, aun cuando el desempleo baje del 6,5%, no modificar ese rango si la inflación proyectada continúa por debajo de 2%. Los mercados financieros, luego de este anuncio, no mostraron ajustes importantes, en el tanto se deduce que los cambios fueron anticipados, en alto grado desde may-13 cuando la Reserva Federal dejó entrever su intención de iniciar el retiro del estímulo monetario.

La zona del euro, por su parte, presentó una mejora en la actividad económica. En el segundo semestre del 2013 creció luego de seis trimestres consecutivos de recesión. La recuperación fue impulsada, principalmente, por Alemania y Francia y permitió que la tasa de desempleo se estabilizara en 12,1% a partir de abril. Sin embargo, persiste el riesgo que introduce la fragilidad de los balances de los bancos y la fragmentación de los mercados financieros.

Cuadro 1. Producto Interno Bruto mundial
- variación porcentual -

	Fondo Monetario Internacional		Banco Mundial	Consensus Forecasts
	2012	2013	2013	2013
Mundo	3,1	3,0	2,4	2,4
Economías avanzadas	1,4	1,3	1,3	n.d
Estados Unidos	2,8	1,9	1,8	1,9
Zona del euro	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4
Alemania	0,9	0,5	n.d	0,4
Francia	0,0	0,2	n.d	0,2
Japón	1,4	1,7	1,7	1,7
Países Emergentes y en desarrollo	4,9	4,7	4,8	n.d
China	7,7	7,7	7,7	n.d
América Latina	3,0	2,6	2,5	2,6
Brasil	1,0	2,3	2,2	2,3

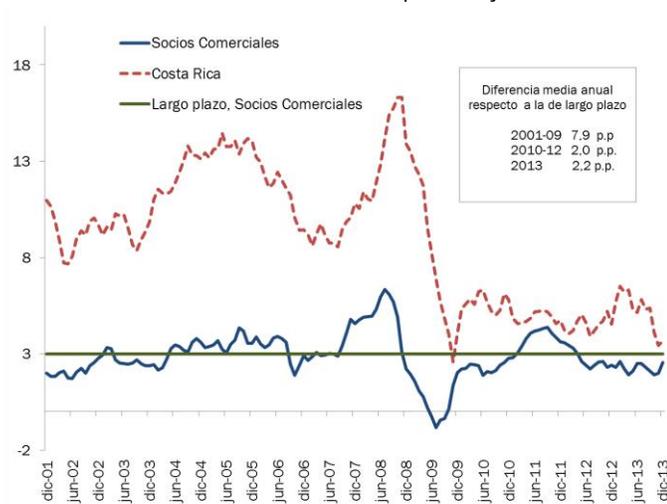
Fuente: Con base en los informes de ene-14 del Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Consensus Forecasts.

⁴ Comprenden una reducción de EUA\$5.000 millones de compra de títulos garantizados con hipotecas y de EUA\$5.000 millones de bonos del tesoro estadounidense.

En el caso de las economías emergentes, el menor dinamismo en la producción estuvo asociado con una demanda externa débil, caídas en los precios de las materias primas y menor demanda interna, por el incremento en tasas de interés en algunas de estas economías que buscaron contener las presiones inflacionarias.

La inflación internacional en el 2013 permaneció en niveles bajos. Particularmente, la inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica fue de 2,2% (2,7% en 2012), por lo que el diferencial entre ese indicador y la inflación promedio local fue de 3 p.p. (se reduce a 2,2 p.p. al compararlo con la inflación de largo plazo de esos socios comerciales (3,0%).

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



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

En este contexto (moderada recuperación económica mundial y baja inflación), la política monetaria fue laxa en gran parte de economías avanzadas, mientras en las emergentes dependió del tipo y grado de vulnerabilidades que enfrentaron.

2.2. Economía nacional

2.2.1. Inflación

La inflación, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (promedio anual de 5,2% e interanual a diciembre de 3,7%), estuvo contenida en el rango meta durante la mayor parte del 2013; condición que también presentó la inflación subyacente⁵ (promedio en 4,5%). Los desvíos con respecto al rango meta respondieron a ajustes en precios de bienes y servicios regulados y a choques de oferta agrícola, elementos que dependen de forma indirecta o nula de la política monetaria.

Estos resultados están asociados, por una parte, con medidas de control monetario que propiciaron que los determinantes macroeconómicos de la inflación (agregados monetarios, brecha del producto y expectativas de inflación) evolucionaran de forma congruente con su objetivo inflacionario. El Banco Central logró esterilizar gradualmente el exceso monetario con el que inició este período, originado en la compra de divisas en defensa del límite inferior de la banda cambiaria.

Además, este lapso se caracterizó por una relativa estabilidad cambiaria y por la ausencia de presiones de origen externo, lo cual quedó de manifiesto en el crecimiento de los precios de bienes transables (0,5% en el año, incluso por debajo de la inflación de los principales socios comerciales). Una tasa significativamente mayor se observó en el componente no transable de la canasta del IPC (5,3%), que puso de manifiesto movimientos a lo largo del

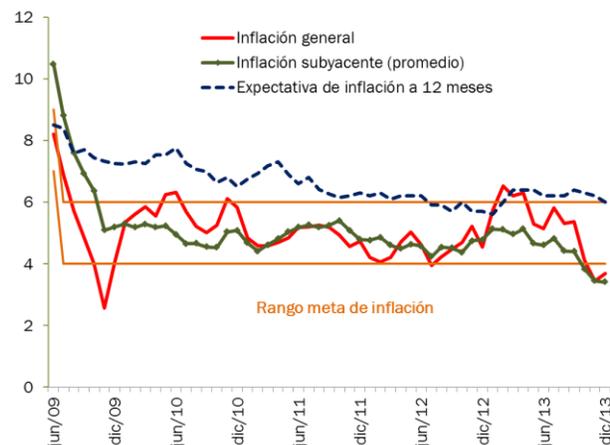
Cuadro 2. IPC: Indicadores de precios
- variación interanual en % a diciembre -

	2012	2013	Ponderaciones	
			jul-06	dic-13
IPC	4,6	3,7		
Regulados	9,9	5,1	21	22
<i>Combustibles</i>	2,2	-1,8		
<i>Resto</i>	12,5	7,2		
No Regulados	3,2	3,3	79	78
Bienes	1,6	1,5	53	48
Servicios	7,6	5,8	47	52
Transables	1,8	0,5	40	33
No Transables	6,0	5,3	60	67
Subyacente ^{1/}	4,8	3,4		

^{1/} Se refiere a un promedio simple del ISI, IPCX, IMT, ISI_46, reponderados por volatilidad y persistencia.

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

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



^{1/} Promedio simple del ISI, IMT e IPCX.

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

⁵ Medida de la inflación asociada al fenómeno monetario y sobre la cual la política monetaria tiene mayor influencia. Este indicador se aproxima por la variación interanual del Índice Subyacente de Inflación (ISI), del Índice de Inflación de Media Truncada (IMT), del IPCX (excluye de la canasta del IPC los precios de combustibles, frutas, hortalizas, leguminosas y tubérculos), Exclusión de 46 artículos más volátiles del IPC (ISI_46), Reponderación por volatilidad (RPV) y Reponderación por persistencia (RPP). Estos tres últimos, de reciente elaboración, se basan en las metodologías de exclusión y de reponderación; para mayor detalle consultar Indicadores de inflación subyacente para Costa Rica basados en exclusión y en reponderación, Documento de Investigación DI-06-2013, Departamento de Investigación Económica, BCCR; en <http://www.bccr.fi.cr/investigacioneseconomicas>.

año, originados en ajustes en el precio de bienes y servicios regulados (al alza en la primera mitad del año y a la baja en el segundo semestre), así como de bienes agrícolas (por choques de oferta).

En lo que respecta a la brecha del producto⁶, las estimaciones para el 2013 la ubican, en promedio, en -0,3%; condición que se espera continúe en los próximos trimestres.

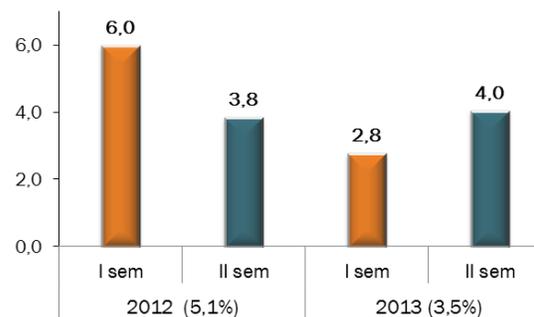
Por su parte, las expectativas de inflación, de acuerdo con la Encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio, mostraron un proceso de reducción gradual desde el 2009, lo cual sugiere un incremento en la confianza de los agentes económicos en el compromiso del Banco Central con una inflación baja y estable⁷.

2.2.2. Actividad económica

La actividad económica del país, medida por el Producto Interno Bruto (PIB) real, se estima creció 3,5% en el 2013, lo que significó una reducción de 1,6 p.p. con respecto a lo observado un año atrás; en buena medida como resultado del menor dinamismo en la demanda externa.

Sin embargo, el crecimiento económico en el 2013 se ajustó al alza (de 3,0% estimado en la revisión del Programa Macroeconómico en julio), debido a que la aceleración estimada para las exportaciones en la segunda mitad del año, superó lo previsto en esa ocasión⁸.

Gráfico 3. Producto Interno Bruto real ^{1/}
Variación % interanual (tendencia ciclo)



^{1/} Preliminar 2013.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La revisión al alza estuvo liderada por el desempeño de las industrias manufacturera; transporte, almacenamiento y comunicaciones; comercio, restaurantes y hoteles; servicios financieros y servicios empresariales. Por el contrario, la actividad agropecuaria presentó una caída contra un crecimiento de 5,7% en el 2012.

La actividad de manufactura creció 4,1% en el 2013 (5,7% en el 2012); no obstante presentó un comportamiento diferenciado entre semestres. En la primera mitad del año, el valor agregado de la manufactura disminuyó 0,1%, principalmente, por la menor demanda externa por productos de empresas de regímenes especiales y por el débil crecimiento de las ventas de empresas

⁶ El exceso de gasto cuyo origen se relaciona con desequilibrios en el mercado monetario, se aproxima con la brecha del producto. La brecha es definida como la diferencia entre el nivel del producto efectivo y el potencial, expresado como porcentaje del producto potencial. El producto potencial se refiere al nivel máximo que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, sin que se generen presiones inflacionarias.

⁷ Producto del incremento en el precio de algunos bienes y servicios regulados, las expectativas revirtieron ese comportamiento a inicios del 2013, para retornar a valores congruentes con este rango hacia finales del año.

⁸ En la revisión del Programa Macroeconómico 2013-14 fue previsto un crecimiento para el segundo semestre del 2013 de 3,7% (tendencia-ciclo).

adscritas al régimen definitivo⁹. En el segundo semestre esta industria creció 6,9%, como resultado de una mayor demanda externa por los productos de ambos regímenes¹⁰.

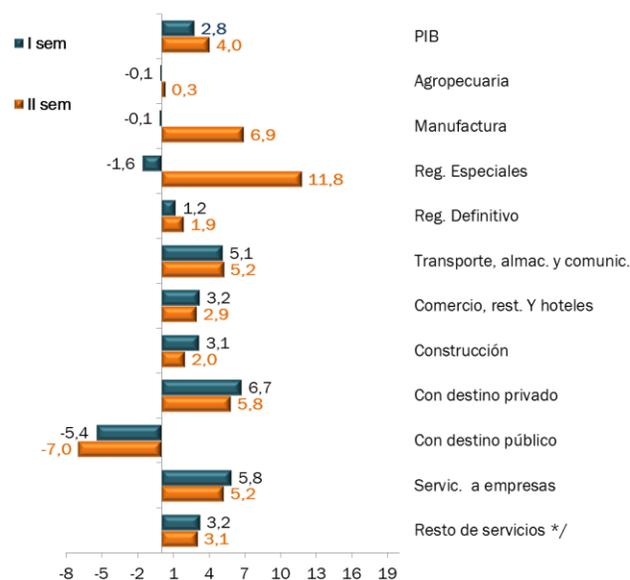
La actividad de transporte, almacenamiento y comunicaciones (4,9% en 2013 y 5,9% en 2012) reflejó una mayor demanda por servicios de telefonía, internet y televisión por cable; transporte (taxis, autobuses y los vinculados al comercio exterior de mercancías y de carga por carretera) y de aduanas y muelles y puertos.

La industria de comercio, restaurantes y hoteles aumentó 3,1% (4,0% en 2012), acorde con el menor ritmo de crecimiento económico. La evolución del comercio estuvo asociada con las ventas de artículos de telecomunicaciones y entretenimiento; productos alimenticios y textiles; maquinaria, estructuras metálicas y cemento ante la recuperación de la actividad de la construcción. Estos efectos fueron parcialmente compensados por el comportamiento de las actividades de hoteles y restaurantes, que reflejaron una desaceleración en la demanda por servicios prestados al turismo receptor¹¹ y en la demanda interna.

Por su parte, en la industria de servicios destacaron: i) los servicios financieros, que crecieron 7,0%, principalmente, resultado del mayor volumen de operaciones de crédito y captación; ii) los servicios empresariales, que crecieron 5,5% (9,2% en 2012), ante la desaceleración en la demanda externa por centros de llamadas y de costos y la moderación en el crecimiento de la demanda interna en publicidad.

El crecimiento en la industria de la construcción fue revisado a la baja (de 3,0% previsto en julio a 2,4%), por el menor grado de ejecución de obras públicas (mejoramiento y mantenimiento vial). La construcción privada mostró un crecimiento sostenido (6,4%), destacando las edificaciones para la manufactura y obras con destino habitacional.

Gráfico 4. Valor agregado por industrias en 2013
Variación porcentual interanual (serie tendencia ciclo)-



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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁹ En especial de productos metálicos, llantas y café.

¹⁰ En los regímenes especiales por componentes electrónicos, microprocesadores, equipos de infusión y de transfusión de sueros y productos alimenticios (jugo de piña y naranja). En el régimen definitivo por productos de plástico; farmacéuticos, medicamentos y envases y cajas de cartón.

¹¹ En el 2013 se estima que la entrada de turistas creció alrededor de 3,5% (6,7% en 2012).

La actividad agropecuaria registró una caída anual de 0,1%, resultado que obedeció a condiciones desfavorables tanto de demanda como de oferta, principalmente, para los cultivos de café, arroz y banano; ligeramente compensados por la mayor producción de piña y leche¹².

Según componentes del gasto, el mayor crecimiento del PIB en la segunda mitad del 2013 estuvo asociado tanto a un mayor aporte de la demanda interna (de 3,1 a 4,9 p.p.) como de la externa (de 1,6 a 2,0 p.p.).

El crecimiento de la demanda interna lo determinó, principalmente, el consumo privado (3,1%)¹³, de manera congruente con el comportamiento de un ingreso disponible real que creció 3,7% y condiciones financieras que propiciaron la expansión del crédito.

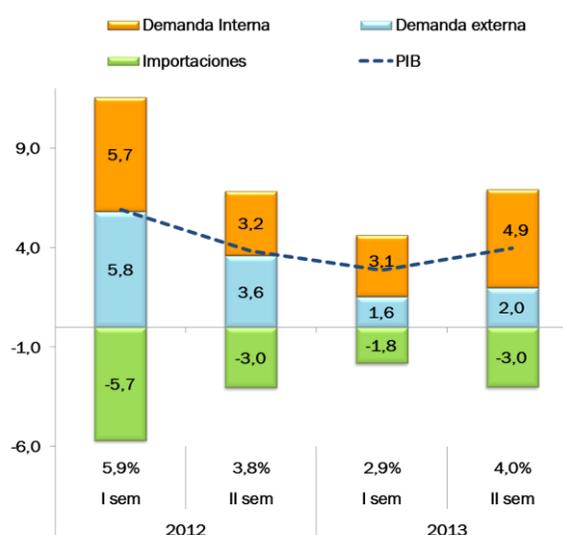
La formación bruta de capital fijo aumentó 11,8% (7,8% en 2012), producto de la inversión en maquinaria industrial y equipo para transporte. Las nuevas construcciones crecieron, especialmente en el primer semestre del año, por nuevas obras privadas. Por su parte, la baja en la inversión pública puso de manifiesto el efecto de la conclusión de proyectos en energía y la disminución en la ejecución de obras de infraestructura vial.

El gasto de consumo final del Gobierno General creció en términos reales 3,9% (1,1% en 2012), ante la creación de nuevas plazas¹⁴ en educación, seguridad, obras públicas y transportes y el incremento en la compra de bienes y servicios por parte del Tribunal Supremo de Elecciones, Ministerio de Justicia y Paz, y Poder Judicial.

Por su parte, la demanda externa mostró una variación media de 3,6%, concentrada en el segundo semestre, ante un entorno internacional más favorable que incrementó las ventas de

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

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹² El hongo de la roya afectó el 60% de las plantaciones cafetaleras impactando la actividad en -19,6%. La actividad de cultivo de arroz disminuyó 27,2% como resultado de una reducción de área sembrada, y un menor rendimiento por hectárea y finalmente la actividad de cultivo de banano (-1,9%) enfrentó condiciones climatológicas desfavorables que se reflejaron en una reducción del rendimiento medio por hectárea. Por el contrario, la recuperación de la demanda externa por piña y la apertura de nuevos mercados de exportación, además de la estrategia para aumentar la presencia en Estados Unidos, llevó a que la producción de piña y leche crecieran 3,8% y 4,0% respectivamente.

¹³ En orden de importancia destacó el consumo en bienes no duraderos y semi duraderos de origen importado (medicamentos y productos alimenticios), servicios de telecomunicaciones, transporte por autobús y taxis y servicios financieros, de diversión y esparcimiento y de educación y salud privados.

¹⁴ La directriz presidencial 040-H del 3 de diciembre del 2012, derogó la directriz 013-H y sus reformas, y abrió la posibilidad de contratar nuevas plazas en el sector público.

regímenes especiales, principalmente de la industria manufacturera. Adicionalmente, hubo mayor dinamismo en las exportaciones de piña, azúcar, leche y llantas.

Las importaciones de bienes y servicios crecieron en el año 4,1% (8,4% en 2012) y mantuvieron por tercer año consecutivo la tendencia a la desaceleración. Por destino económico, en ambos semestres los bienes de capital y de consumo no duradero fueron los componentes más dinámicos.

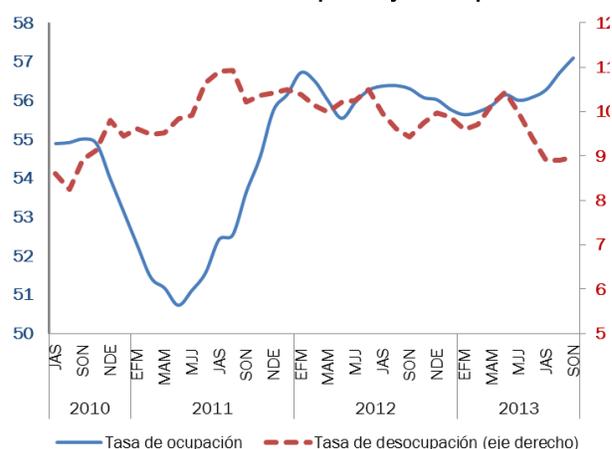
El ingreso nacional disponible aumentó 3,7% en el 2013, tasa menor en 0,6 p.p a lo estimado para el 2012 y consecuente con la desaceleración en el crecimiento de la producción.

En el 2013 hubo una ganancia de 1,7% en los términos de intercambio producto de una mejora en la relación de precios de servicios (3,3%) toda vez que la de bienes se deterioró en 0,4%. Particularmente, para los precios de mercancías se tiene que, si bien el precio de bienes de importación bajó 2,4%, los precios de bienes de exportación disminuyeron en mayor cuantía (2,8%)¹⁵.

La reactivación de la actividad económica quedó de manifiesto en las cifras de empleo. De acuerdo con los resultados de la Encuesta Continua de Empleo¹⁶, el mercado de trabajo costarricense registró en el 2013 un aumento en el empleo y una reducción en la tasa de desempleo.

En particular la información disponible para el término del año señala lo siguiente: i) la tasa neta de participación fue de 62,7% (61,9% un año antes), producto de la combinación de un aumento de la población en edad de trabajar que consiguió o buscó trabajo y, en menor medida, de la incorporación de personas inactivas a la fuerza de trabajo; ii) la demanda de trabajo aumentó en cerca de 50 mil personas, absorbiendo el incremento en la oferta de mano de obra y permitiendo una reducción de la población desocupada¹⁷. Esta dinámica del mercado de trabajo, propició una reducción en la tasa de desempleo (9,0% en el trimestre que concluye en noviembre del 2013), tanto si se compara con el resultado observado en el primer semestre (10,4%) como con el registrado al cuarto trimestre del 2012 (9,8%).

Gráfico 6. Tasa de ocupación y desempleo



Fuente: Instituto nacional de Estadística y Censos.

¹⁵ En los bienes importados destacó la reducción en el precio del cóctel de hidrocarburos (de EUA\$119,6 por barril en 2012 a EUA\$113,4 en 2013) y de otras materias primas. En tanto que, en el precio de bienes exportables destacó la disminución en el precio de los productos agroindustriales (el valor unitario de café y azúcar se redujo 22,5% y 16,8% respectivamente) y, en menor medida, los precios de bienes de los regímenes especiales.

¹⁶ Mayor información sobre la metodología de Encuesta Continua de Empleo en el sitio de internet del Instituto Nacional de Estadística y Censos (<http://www.inec.go.cr>).

¹⁷ Destaca el crecimiento en actividades de servicios, particularmente el comercio, alojamiento y servicios de comida, servicios financieros, enseñanza y salud, y el transporte y almacenamiento.

2.2.3. Balanza de pagos

En términos del PIB, el déficit en cuenta corriente en el 2013 se estima en 5,1%, inferior en una décima al observado un año atrás (5,2%). Los flujos de capital de corto y largo plazo alcanzaron para financiar dicho déficit y propiciar un incremento en las reservas internacionales netas de EUA\$461 millones¹⁸.

Particularmente, en el 2013 la cuenta comercial de bienes mostró un mayor faltante que el año previo, principalmente por el incremento en la

compra de materias primas y bienes de capital de las empresas adscritas a regímenes especiales. De igual forma, las cuentas de renta y transferencias registraron un mayor balance negativo ante el aumento en las utilidades enviadas al exterior por empresas de inversión directa. Estas mayores brechas en mercancías y de renta fueron parcialmente compensadas por el superávit en servicios.

En las ventas externas de bienes destacó la expansión de 4,6% en empresas de regímenes especiales de comercio y una reducción de 2,9% en el régimen definitivo. En tanto, las importaciones de regímenes especiales aumentaron 2,2% y las de empresas del régimen definitivo 2,4%. En este último grupo, la factura petrolera aumentó 0,3%, producto de un incremento de 5,8% en la cantidad de barriles y una reducción de 5,2% en el precio unitario.

La exportación neta de servicios creció 13,1% en el 2013. Como ha sido característica de los últimos años, destacaron por su aporte los servicios de informática y procesamiento de información, de apoyo empresarial y el turismo receptivo.

El componente de renta y transferencias, por su parte, presentó un mayor déficit, asociado primordialmente con salidas por concepto de utilidades de empresas de inversión directa, en especial las adscritas a regímenes especiales. En tanto, el valor de las transferencias corrientes provenientes del exterior aumentó 6% y las remesas de inmigrantes 12%.

En lo que respecta a los flujos netos de la cuenta de capital y financiera, en el 2013 éstos representaron 6,0% del PIB (inferior en 3,8 p.p. a los observados en 2012). Los menores flujos de capital en relación con el 2012 fueron explicados, principalmente, por operaciones del sector

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

	2012			2013		
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem	II Sem	Anual
Cuenta corriente/PIB anual	-1,9%	-3,3%	-5,2%	-2,1%	-2,9%	-5,1%
Cuenta corriente	-868	-1.514	-2.382	-1.063	-1.463	-2.526
Bienes	-2.664	-3.466	-6.131	-3.051	-3.410	-6.461
Exportaciones FOB	5.977	5.483	11.460	5.792	5.738	11.530
Importaciones CIF	8.641	8.950	17.591	8.842	9.149	17.991
Hidrocarburos	1.174	1.002	2.176	1.218	964	2.182
Servicios	2.119	2.126	4.245	2.342	2.458	4.799
Viajes	1.047	824	1.870	1.125	918	2.043
Renta y transferencias	-322	-174	-496	-354	-511	-865
Cuenta de capital y financiera	984	3.507	4.492	2.102	885	2.987
Sector público	71	1.214	1.285	1.111	56	1.167
Sector privado	914	2.293	3.207	991	829	1.820
IED	1.176	1.157	2.332	1.342	958	2.300
Activos de reserva	-117	-1.993	-2.110	-1.039	578	-461
(-aumento, + disminución)						

^{1/} Datos estimados para 2013.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁸ Excluidas las variaciones cambiarias.

privado (disminución de EUA\$1.387 millones, concentrada en recursos de corto plazo¹⁹), toda vez que el flujo neto para el sector público se redujo en EUA\$117 millones.

Particularmente, el ahorro externo bajo la modalidad de inversión extranjera directa (IED) permitió financiar el 91% del déficit en cuenta corriente, el restante 9% fue cubierto por otros capitales de largo plazo, lo que mantiene la sostenibilidad de la posición externa del país. Los recursos de IED fueron canalizados hacia actividades de manufactura, inmobiliaria, comercio y servicios. La entrada neta de recursos propició un aumento en el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) de EUA\$474,2 millones²⁰, lo que ubicó su saldo en el equivalente a 14,8% del PIB, dentro de lo estimado como rango óptimo²¹.

Sobre este particular se tiene que con la revisión del Programa Macroeconómico 2013-14 el Banco Central estimó una acumulación de reservas por alrededor de EUA\$1.300 millones, en el tanto supuso una mayor intervención en defensa del límite inferior de la banda cambiaria. Sin embargo, el mercado cambiario en el segundo semestre del año mostró una menor disponibilidad de divisas, que por ende requirió de una menor participación en defensa de ese límite (EUA\$216,6 millones en el segundo semestre y EUA\$693,5 millones en la primera mitad). En razón de ello, como se comentará más adelante, la expansión monetaria prevista por esta vía fue menor, y la colocación de Bonos de estabilización monetaria (BEM) también fue inferior a la programada. En consecuencia el déficit del Banco Central también se redujo respecto al originalmente estimado.

2.2.4. Finanzas públicas

Según cifras preliminares a diciembre del 2013, el déficit acumulado del Sector Público Global Reducido (SPGR) alcanzó 5,8% del PIB, superior en 0,8 p.p. al registrado un año atrás. Este resultado estuvo determinado, principalmente, por el deterioro en las finanzas del Gobierno Central y Banco Central, efecto compensado parcialmente por el superávit del resto del Sector Público No Financiero Reducido (RSPNFR)²².

Cuadro 4. Resultado Financiero Sector Público Global ^{1/}
-acumulado a diciembre como % del PIB-

	2012	2013
Sector Público Global	-5,0	-5,8
Banco Central	-0,6	-0,8
Sector Público no Financiero	-4,4	-5,0
Gobierno Central	-4,4	-5,4
<i>Resultado Primario</i>	-2,3	-2,9
Resto del SPNF	-0,03	0,4

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

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

¹⁹ En el 2012 el país recibió flujos de capital privado, favorecidos por la disponibilidad de liquidez en los mercados internacionales y rendimientos atractivos en instrumentos financieros en colones.

²⁰ Incluye EUA\$13,2 millones por variaciones cambiarias.

²¹ Se estima que el nivel de RIN óptimo se ubica entre 13,6% y 15,3% del PIB (ver metodología en el documento de investigación: "Estimación del nivel óptimo de reservas internacionales para Costa Rica: un enfoque microfundado". DIE N° 01-2012, febrero 2012).

²² Incluye la muestra de seis instituciones del sector público conformada por: CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPSSJ e ICAA.

En particular, el Gobierno Central acumuló un déficit financiero de 5,4% del PIB (4,4% en 2012), producto del mayor crecimiento del gasto total (14,0%, superior en 3,5 p.p. al observado un año atrás) y del menor crecimiento en los ingresos (7,7% contra 8,5% en 2012)²³. De manera similar, el déficit primario fue de 2,9% del PIB, superior en 0,6 p.p. al del año previo.

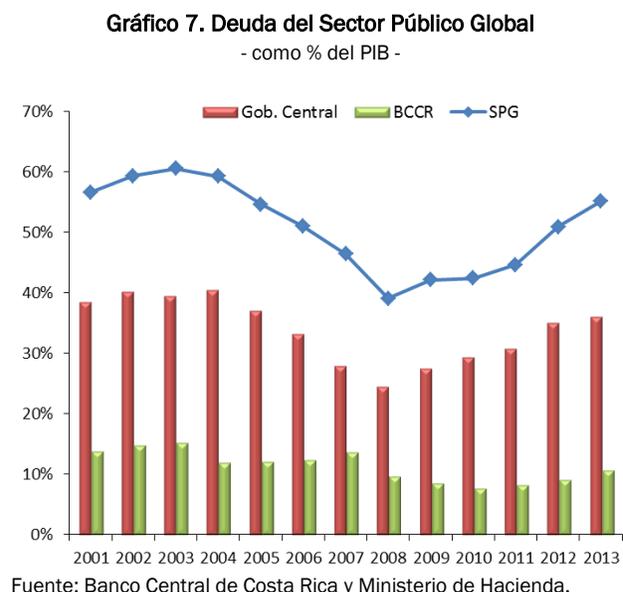
El mayor gasto gubernamental se observó en todos sus componentes, donde destacaron las transferencias corrientes (10,9%), en especial para programas sociales; las remuneraciones (10,3%) y el servicio de intereses de deuda interna (33,8%).

En los ingresos destacó la recaudación del impuesto sobre ingresos y utilidades (12,5%); “otros ingresos tributarios” (15,7%, en éstos destacan el impuesto único a los combustibles, a las sociedades anónimas y al tabaco) y; en menor medida, el de ventas internas (7,8%). En contraste, y acorde con el menor ritmo de compras externas²⁴, la recaudación de impuestos en aduanas prácticamente no creció y la del selectivo de consumo continuó a la baja.

En cuanto al Banco Central, su déficit alcanzó 0,8% del PIB en el 2013 (según metodología cuentas monetarias), 0,2 p.p. mayor con respecto al del 2012. Este resultado estuvo determinado por los gastos financieros en colones por operaciones de estabilización monetaria y de gestión de liquidez, cuyo efecto fue parcialmente compensado por los ingresos netos recibidos sobre activos externos. Este faltante fue inferior a lo estimado en la revisión del Programa Macroeconómico de jul-13 en casi ₡15.000 millones (0,06% del PIB), en el tanto la monetización por la compra de divisas en defensa de la banda cambiaria fue inferior a lo contemplado en esa ocasión.

Contrario a lo observado un año antes, en el 2013 el resto del sector público no financiero reducido (RSPNFR) acumuló un superávit financiero equivalente a 0,4% del PIB. Este resultado respondió, mayoritariamente, a la mejora en las finanzas del Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados, la Refinadora Costarricense de Petróleo y la Caja Costarricense del Seguro Social.

En línea con el deterioro de las finanzas públicas, el saldo de la deuda pública total²⁵ alcanzó ₡13,6 billones en el 2013 (55,0% del PIB), para un incremento anual en la razón de deuda a PIB de 3,9 p.p..



²³ En el 2013 el crecimiento real de los ingresos y gastos del Gobierno fue de 2,4% y 8,3% respectivamente.

²⁴ La disminución en las importaciones se presentó, en particular, en los bienes de consumo duradero y, especialmente, en los vehículos particulares y rubros relacionados como accesorios de automóviles.

²⁵ Incluye la deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y de algunas entidades del resto del sector público.

En el caso del Gobierno Central, su razón de deuda a PIB fue de 36,1% (35,3% en dic-12) y su financiamiento mostró, respecto el año previo, una menor colocación neta de bonos de deuda interna, dado el uso de los fondos provenientes de la colocación de bonos en el mercado internacional (en el 2013 tuvo disponibles los recursos de las colocaciones realizadas en noviembre del 2012 y abril del 2013, en conjunto por EUA\$2.000 millones).

No obstante lo anterior, el incremento en la carga de deuda del Gobierno pone de manifiesto la vulnerabilidad de su situación financiera para los próximos años, toda vez que, en ausencia de una reforma fiscal estructural que contribuya a generar un superávit primario (mayores ingresos tributarios y menores gastos primarios), el déficit financiero continuará elevado y la razón de deuda a PIB mantendrá su tendencia creciente hacia niveles en el mediano plazo no sostenibles.

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

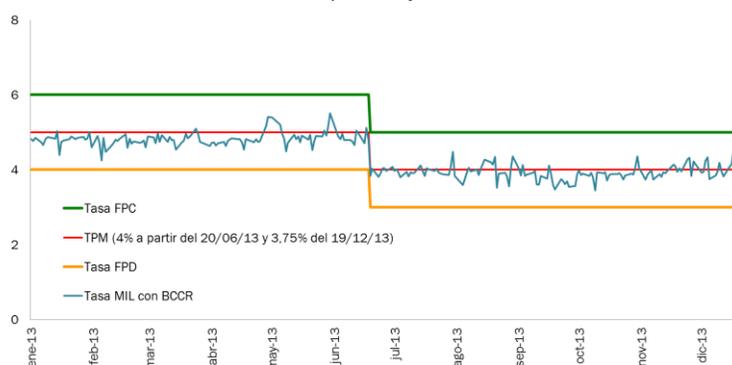
En el 2013 el saldo de la base monetaria creció ₡179,7 miles de millones (tasa interanual de 10,2%). Las principales fuentes de expansión monetaria fueron la compra de EUA\$910 millones en defensa del límite inferior de la banda cambiaria, el déficit del Banco Central y el uso de depósitos por parte del Gobierno; cuyos efectos fueron compensados, en su mayor parte, con la colocación de BEM, tarea que fue gradual y que permitió reducir el exceso monetario presente desde finales del 2012. Ese exceso pasó de 27% del saldo promedio de la base monetaria programada para el 2013 en enero de ese año, a 1% a finales de año.

Este resultado sugiere que, en un contexto de baja inflación, el 88% del aumento en la demanda de base monetaria fue atendido con la inyección de liquidez asociada al déficit del Banco Central. En razón de ello podría afirmarse que este déficit no tuvo consecuencias que impidieran el logro de la meta de inflación.

El proceso gradual de reducción de excesos monetarios se acompañó de una activa participación del Banco Central en el mercado de dinero, por lo que esos recursos se mantuvieron temporalmente en instrumentos financieros de muy corto plazo y se logró mantener la tasa de interés en ese mercado en los linderos de la Tasa de política monetaria.

Estas acciones fueron complementadas con la restricción temporal al crecimiento del crédito al sector privado no financiero establecida por la Junta Directiva en enero del 2013. La medida buscó ganar tiempo para esterilizar los excedentes monetarios, en el tanto el proceso de reducción de tasas de interés disminuyó la velocidad a la que se podían colocar BEM.

Gráfico 8. Tasas de interés en el Mercado Integrado de Liquidez
-en porcentajes-



TPM: Tasa de interés de política monetaria, FPC: Facilidad permanente de crédito, FPD: Facilidad permanente de depósito.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El resultado de estas medidas de control monetario fue satisfactorio y acorde con los objetivos planteados por el Banco Central cuando fueron establecidas. La combinación de estas acciones monetarias limitó la posibilidad de que esos excesos monetarios se materializaran en gasto y, en consecuencia, generaran presiones adicionales de inflación, o en un aumento de los riesgos financieros por una rápida expansión del crédito.

El déficit financiero del Banco Central aumentó, como resultado del costo de la intervención cambiaria para defender el piso de la banda, que puede ser absorbido en el mediano plazo por el crecimiento de la economía y de la demanda de pasivos sin costo de esta entidad. Eventualmente, en el mediano plazo, el déficit del BCCR como proporción del PIB disminuiría a niveles congruentes con la meta de inflación, en el tanto no se presenten requerimientos similares de intervención cambiaria, o los costos de éstas no sean cargados al balance del Banco Central. Con la normalización de la situación económica y monetaria internacional, esas intervenciones parecen menos probables.

Se reconoce que el límite al crecimiento del crédito al sector privado no financiero no tuvo los resultados esperados en cuanto a la composición de este agregado según moneda. Los intermediarios financieros continuaron recurriendo al financiamiento externo para canalizar esos recursos hacia operaciones internas denominadas en moneda extranjera, aunque en menor medida hacia finales del año en comentario. Dado que la esterilización de los excedentes monetarios avanzó más rápido de lo estimado durante el primer semestre de 2013, el Banco Central eliminó la restricción al crecimiento del crédito en julio, en vez de octubre del año pasado, para contribuir a estimular la reactivación de la actividad económica, especialmente de las industrias del régimen definitivo, en desaceleración desde finales del 2012.

Así, en el 2013 los agregados monetarios líquidos y crediticios crecieron a tasas congruentes con la meta de inflación y el nivel de actividad económica, por lo que por esta vía no se incubaron presiones adicionales de demanda agregada. Específicamente, el indicador de medios de pago medido por el medio circulante ampliado registró un crecimiento medio anual de 8,1%, siendo el componente en colones el más dinámico. Este comportamiento estuvo acorde con un menor costo de oportunidad de mantener recursos altamente líquidos (con rendimiento nulo o relativamente bajo), particularmente durante la segunda mitad del 2013, lapso caracterizado por menores tasas de interés del sistema financiero²⁶ e inflación.

Los agregados monetarios amplios como la liquidez total y la riqueza financiera, de manera similar al 2012, crecieron a tasas mayores que el producto nominal y reflejaron, en buena medida, los movimientos de capital externo observados principalmente entre el tercer cuatrimestre del 2012 y el primer trimestre del 2013.

²⁶ En el 2013 la tendencia de las tasas de interés fue a la baja. En particular, el acceso al financiamiento externo por parte del Gobierno Central y el mayor endeudamiento externo de los intermediarios financieros redujo la presión en el mercado interno y las tasas de interés pasivas en la banca comercial registraron un ajuste a la baja, que dio lugar a una disminución de 270 puntos básicos en la Tasa Básica Pasiva (de 9,20% en dic-12 a 6,50% un año después), manifiesta a su vez en la tendencia decreciente del nivel medio de las tasas activas del sistema financiero.

Cuadro 5. Agregados monetarios y crédito al sector privado ^{1/}
-promedio de la variación porcentual interanual-

	Medio Circulante Ampliado ^{2/}			Liquidez Total			Riqueza Financiera Total ^{4/}			Crédito al Sector Privado		
	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{5/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{5/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{5/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{5/}
2011												
Ene - Jun	19,9	11,5	16,1	16,7	3,6	11,0	14,8	3,6	11,0	10,5	10,3	10,4
Jul - Dic	18,8	3,8	12,1	14,0	-2,0	7,1	16,2	0,8	11,1	11,2	16,9	13,3
Ene - Dic	19,3	7,7	14,1	15,4	0,8	9,1	15,5	2,2	11,1	10,9	13,6	11,9
2012												
Ene - Jun	10,4	2,8	7,1	11,3	1,8	7,4	16,8	5,6	13,3	13,7	16,0	14,6
Jul - Dic	8,5	0,9	5,4	15,9	5,8	12,0	20,0	7,9	16,3	12,1	16,7	13,9
Ene - Dic	9,4	1,9	6,3	13,6	3,8	9,7	18,4	6,7	14,8	12,9	16,4	14,3
2013												
Ene - Jun	10,6	-0,7	5,9	18,3	6,6	13,8	20,4	7,7	16,7	8,9	19,1	12,9
Jul - Dic	13,7	5,2	10,4	14,9	8,4	12,5	15,8	6,1	13,1	8,3	18,2	12,3
Ene - Dic	12,1	2,2	8,1	16,6	7,5	13,1	18,1	6,9	14,9	8,6	18,6	12,6

1/ Comprende Banco Central y Otras Sociedades de Depósito (bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de vivienda y Caja de Ande). Cifras preliminares a diciembre del 2013.

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

3/ Expresado en dólares estadounidenses.

4/ Incluye captación de Otras Sociedades de Depósito, Banco Central y Gobierno.

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Estos indicadores aproximan el nivel de ahorro financiero en la economía, y se estima que su comportamiento no generó presiones inflacionarias adicionales por la vía del gasto. Por semestres no se apreciaron diferencias notorias en su comportamiento y los agentes económicos continuaron mostrando mayor preferencia por activos financieros en moneda nacional (la participación relativa de los colones fue de 73,6% y 64,4% en la riqueza financiera total y la liquidez, en ese orden). Esta evolución es coherente con el premio por ahorrar en colones, que aun cuando disminuyó a lo largo del 2013 (de 4,4 p.p. en enero a 1,4 p.p. a finales de año), explicó la preferencia relativa por instrumentos de ahorro en dicha moneda²⁷.

Como se ha mencionado, este comportamiento de los agregados monetarios y crediticios, se debe en buena parte a las medidas de esterilización del Banco Central en el 2013. Si bien esa esterilización tuvo los efectos estabilizadores ya destacados, significó un aumento considerable en la colocación de BEM en el 2013 (¢698,5 mil millones). Dadas las condiciones imperantes en los mercados locales, con tasas de interés en colones con bajas apreciables, esa colocación incremental se realizó en porcentajes altos en bonos con plazos menores a 18 meses, lo que significa una presión para el manejo de la liquidez por parte del Banco Central en el 2014.

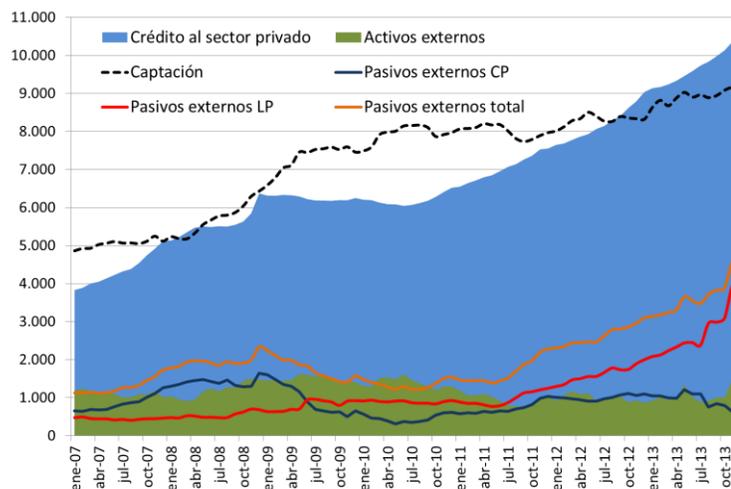
Por su parte, el crédito al sector privado creció a una tasa media de 12,6% en el año (14,3% el año previo), acorde con un menor nivel de actividad económica.

²⁷ Diferencia entre la tasa básica pasiva neta y la tasa de indiferencia calculada con la tasa para depósitos en dólares a 6 meses de un banco local y la expectativa mensual de variación cambiaria a doce meses.

Por monedas, los agentes económicos continuaron mostrando una mayor preferencia por operaciones denominadas en dólares, situación a la que el Banco Central dio seguimiento cercano en el tanto, por un lado estas operaciones estaban, en buena medida, financiadas con recursos externos y, por otra, una porción importante de ellas fue canalizada hacia agentes económicos cuya principal fuente de ingresos es en colones. Esto significó que los intermediarios financieros no ejercieran mayor presión sobre las tasas de interés en colones, dado que sus captaciones en esa moneda excedieron el crédito concedido en colones.

Gráfico 9. Principales cuentas en moneda extranjera del Sistema Financiero

-saldos en millones de EUA\$-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Lo anterior llevó a que durante el 2013 el saldo de la cartera de crédito al sector privado en moneda extranjera se mantuviera por encima del saldo de la captación en dólares y que se ampliara la brecha entre el saldo de la deuda externa del sistema financiero y su tenencia de activos externos.

Debe acotarse que a finales del segundo semestre del 2013 esos comportamientos se moderaron, en parte motivados por: i) una incipiente presión alcista en el tipo de cambio; ii) expectativas de que el eventual inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos, podría disminuir la entrada de capitales y presionar al alza el tipo de cambio y; iii) las reformas regulatorias de carácter prudencial adoptadas por el Conassif para que los bancos internalicen adecuadamente los riesgos de mercado.

Por otra parte, en el 2013 las operaciones cambiarias del sector privado registraron una reducción en el superávit de EUA\$1.183 millones con respecto al balance positivo del año previo. Este resultado fue disímil entre semestres ya que, contrario a lo observado en la primera mitad del año, en el segundo semestre el balance disminuyó en EUA\$1.666 millones con respecto a igual lapso del 2012.

Lo acontecido en esta segunda parte del año estuvo influenciado por un balance negativo en la liquidación neta de divisas por intercambio de bienes y por una reducción progresiva en el componente “otros neto²⁸” informado por los intermediarios cambiarios. Este efecto fue

²⁸ El “Otros neto” incluye liquidaciones netas por concepto de remesas familiares, dividendos y utilidades, transporte y servicios portuarios, exportación neta de otros servicios, repatriación de capital y ahorro e inversiones de residentes, entre otros.

compensado, en buena medida, por un menor requerimiento neto de divisas del sector público, influenciado por la venta de dólares del Ministerio de Hacienda provenientes de la colocación de bonos en el mercado internacional.

En resumen, las operaciones del mercado global de cambios contribuyeron a que el tipo de cambio en el Mercado de Monedas Extranjeras (Monex) se mantuviera relativamente estable y ligeramente superior al valor del límite inferior de la banda cambiaria en la mayoría de sesiones de negociación. En algunas oportunidades, principalmente en el primer semestre del año, el Banco Central requirió intervenir como comprador de divisas en defensa del límite inferior de la banda cambiaria.

3. PROGRAMA MACROECONÓMICO 2014-15

3.1. Objetivos y medidas de política

El ejercicio de programación macroeconómica para el bienio 2014-15 contempla la recuperación gradual en el ritmo de crecimiento mundial, el efecto en los mercados financieros internacionales, principalmente en el 2014, del retiro del estímulo monetario en naciones avanzadas; así como las acciones de política del Banco Central.

Concretamente se supone que durante el período de proyección se da un retiro gradual y ordenado del estímulo monetario por parte

de naciones avanzadas, en particular Estados Unidos de América, lo que incide en una menor disponibilidad de fondos en moneda extranjera (entre otros para el sistema financiero nacional). Esta situación conlleva a ajustes graduales y ordenados en los macroprecios locales y reducciones en la velocidad del ingreso de capital externo, aunque el de largo plazo sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente.

Además, en ausencia de una reforma fiscal, la trayectoria de la deuda del Gobierno Central contempla como un supuesto el efecto de la colocación de bonos deuda externa (EUA\$1.000 millones anuales), lo cual reduciría las presiones sobre las tasas de interés en el mercado local.

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

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

Fuente: Con base en los informes de ene-14 del Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Consensus Forecasts.

Así, la evolución de la economía costarricense reflejaría, por un lado, el impacto positivo en la demanda externa asociado con el mayor crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales y, por otro, el hecho de que el país tendría menor acceso a recursos financieros externos, en un entorno de mayores tasas de interés internacionales.

En este contexto, y en acato a lo dispuesto en el artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central, la programación macroeconómica define como objetivos prioritarios preservar la estabilidad interna y externa de la moneda y asegurar su conversión a otras monedas. Particularmente, en materia de estabilidad interna del colón, establece para el 2014 y para el 2015 una meta de inflación de $4\% \pm 1$ p.p., inferior en un punto porcentual a la establecida para el 2014 en el Programa Macroeconómico previo. En particular destaca que:

- La meta es congruente con el compromiso de buscar, en el mediano plazo, la convergencia de la inflación local hacia la de los principales socios comerciales (estimada en 3% para el mediano plazo).
- Mantiene el rango de tolerancia de ± 1 p.p. de los programas macroeconómicos anteriores, con el fin de incorporar cambios imprevistos que puedan atentar contra el cumplimiento de esta meta inflacionaria.

Para este lapso no se prevén fuentes extraordinarias de inyección de liquidez como las asociadas a la compra de divisas, y dado que mantiene el requerimiento de encaje en el máximo permitido por ley (15%), el control monetario deberá estar vigilante para que el servicio de su deuda (vencimientos de BEM, en particular) no genere expansiones de liquidez no deseadas. Esta labor será apoyada con una activa participación del Banco Central en el mercado de dinero.

En cuanto a la estabilidad externa del colón, las políticas del Banco Central velarán por la sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos, procurando condiciones para que el ahorro externo requerido para financiar el déficit en cuenta corriente provenga de capital de largo plazo.

Las proyecciones macroeconómicas contemplan una brecha en cuenta corriente en torno a 5% del PIB para cada uno de los años y que poco más del 90% de ésta será financiada con IED, el principal componente de los flujos de capital de largo plazo. Además, supone que las condiciones internacionales, en particular, asociadas con un paulatino retorno a la normalidad monetaria en los Estados Unidos de América, podrían llevar a una moderada depreciación del tipo de cambio real, elemento de ajuste en la balanza de pagos. Este Programa mantiene el compromiso con los parámetros de la banda cambiaria hasta tanto se den las condiciones para migrar a un esquema de flotación.

En adición a los dos objetivos prioritarios previamente indicados, el citado artículo 2 asigna al Banco Central objetivos subsidiarios de los cuales, en esta ocasión, el Programa destaca los siguientes. El primero relativo a promover el ordenado desarrollo de la economía costarricense, a fin de lograr la ocupación plena de los recursos productivos procurando evitar o moderar las tendencias inflacionistas o deflacionistas que puedan surgir en el mercado monetario y crediticio. En este sentido, mantiene en 3,75% el nivel de la Tasa de política monetaria vigente a finales del

2013, toda vez que considera viable apoyar la actividad económica, por cuanto no estima presiones de demanda agregada sobre la inflación (brecha del producto se mantendrá negativa, aunque con tendencia a cerrarse).

El segundo objetivo subsidiario corresponde a promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo. Debe recordarse que, durante el 2013 el sistema financiero aumentó su dependencia de recursos externos para financiar el crecimiento del crédito al sector privado en moneda extranjera.

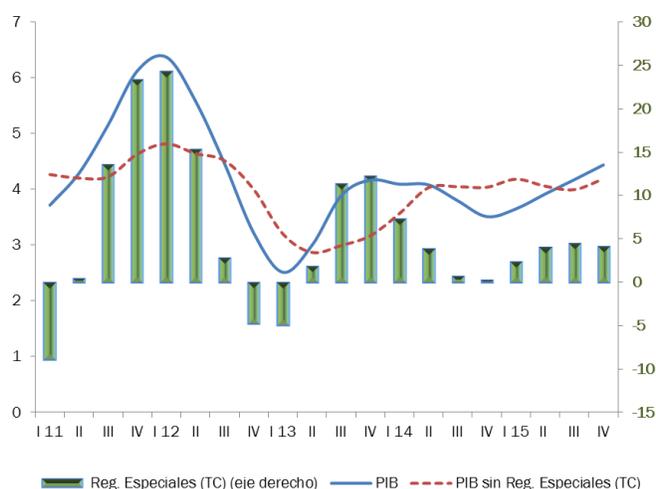
Sin embargo, el Banco Central reconoce que las tendencias recientes reducen estos riesgos, tanto para el sistema financiero como para la economía en general. Por un lado, el crédito al sector privado en dólares mostró una desaceleración en los últimos meses del 2013, por otro, el endeudamiento externo del sistema financiero se ha venido contratando a plazos largos y también ha sido utilizado para amortizar deuda externa de corto plazo y, además, es previsible que el encarecimiento de la liquidez internacional lleve a aumentos en las tasas de interés en los mercados de dólares y a una moderada depreciación del colón frente al dólar, lo que disminuiría el atractivo de endeudarse localmente en moneda extranjera. No obstante, se observará de cerca estas tendencias con el fin de adoptar, oportunamente, las medidas necesarias.

3.2. Proyecciones macroeconómicas 2014-15

Las proyecciones para este bienio señalan una mayor expansión de la producción por la vía del gasto interno, apoyado a su vez en incrementos en el ingreso disponible y en la mejora en términos de intercambio; limitando la expansión de la demanda externa, principalmente en el segundo semestre del 2014.

El PIB real crecería 3,8% en el 2014, tasa superior en una décima a la proyectada para este año en la revisión del Programa Macroeconómico de julio del 2013. Para el 2015 el pronóstico es de mayor crecimiento de la producción (4,1%), tanto por un incremento en la demanda interna como de las exportaciones, estas últimas vinculadas a la aceleración económica de los principales socios comerciales. Esta tasa ubica el nivel del PIB cerca del producto potencial, a pesar de ello, se estima que aún existirá holgura en la capacidad productiva (brecha del producto negativa), por lo que no se estarían generando presiones adicionales de demanda agregada sobre los precios.

Gráfico 10. PIB con y sin regímenes especiales
- tasas de crecimientos en % -



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Específicamente para el 2014 la previsión de crecimiento es similar a la contemplada para este año en la revisión del Programa Macroeconómico 2013-14 (3,7%). Lo anterior por cuanto, como fue indicado previamente, las actividades amparadas a regímenes especiales de comercio se encuentran en su fase contractiva del ciclo de producción, luego de haber mostrado incrementos importantes a finales del 2013; ese efecto aunado al encarecimiento de la liquidez internacional compensaría parcialmente la incidencia positiva que sobre la actividad productiva tendría el efecto de una mayor demanda externa y la eventual mejora en el tipo de cambio real.

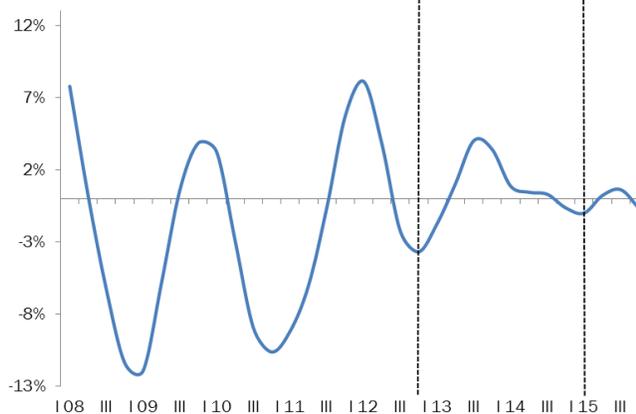
A lo largo del 2014 se presentarían diferencias en las actividades que explican el crecimiento. En el primer semestre se espera que algunas industrias amparadas a regímenes especiales mantengan el dinamismo del segundo semestre del 2013, impulso que tenderá a disminuir en la segunda mitad del año cuando estas actividades entren en la fase contractiva de su ciclo de producción. Este efecto, aunado al encarecimiento de la liquidez internacional, atenúa en parte el impulso en el crecimiento generado por la mayor demanda externa.

Cabe recordar que la mayoría de las empresas adscritas a regímenes especiales participan de procesos productivos integrados globalmente, es decir, parte de la producción que se genera en el país se exporta como insumo de un proceso productivo que se lleva a cabo en otros países.

Lo anterior significa que las exportaciones están determinadas tanto por la demanda externa como por políticas de la casa matriz acerca de cómo asignará las cuotas de producción en el mundo. Otro aspecto fundamental es que al ser productos de vanguardia (por ejemplo, microcomponentes o dispositivos médicos), deben ajustar sus líneas de producción con mayor frecuencia, acorde con los avances tecnológicos.

Esta situación impacta la evolución de la tasa de crecimiento del PIB costarricense, debido al peso relativo de los regímenes especiales en la economía²⁹, así como la mayor variabilidad en su nivel de producción³⁰. Además, el ciclo de la producción de este tipo de empresas tiende a ser más corto que para el total de la economía y presentan una mayor intensidad³¹. Por ejemplo, para el periodo comprendido entre el primer trimestre del 2008 y el cuarto

Gráfico 11. Ciclo de producción de empresas adscritas a regímenes especiales
-en porcentajes-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁹ En términos reales, en promedio para el periodo 2010-13, la producción manufacturera de los regímenes especiales representó el 9% del PIB y el 65% de las exportaciones de bienes.

³⁰ Para el periodo comprendido entre el primer trimestre de 1991 y el cuarto trimestre del 2013, el coeficiente de variación del valor agregado a precios constantes de los regímenes especiales fue de 0,69 y de 0,28 para el resto de la economía.

³¹ La intensidad medida como la variación acumulada del PIB durante la fase expansión o contracción de los ciclos dividida entre la duración de dicha fase.

trimestre del 2013 se identifican 3 ciclos en la producción de los regímenes especiales, con una duración media de 8 trimestres y una intensidad media de 3,3%³², en tanto que para el resto de la economía sólo se encontró un ciclo, con una duración de 18 trimestres y una intensidad de 0,6%.

Como se muestra en el gráfico 11, la producción de las empresas amparadas a regímenes especiales inició una fase expansiva en el IV trimestre del 2012, alcanzando el punto máximo un año después, y se estima que en el 2014 se observaría la fase contractiva de su ciclo de producción, razón por la cual el pronóstico de crecimiento del PIB estaría afectado por este comportamiento, lo que condiciona la posibilidad de una mayor expansión de la actividad económica en este periodo.

Por actividades, el crecimiento económico estaría liderado por las industrias de transporte, almacenamiento y comunicaciones; manufactura; comercio, restaurantes y hoteles; servicios financieros y seguros y servicios prestados a empresas. De estas proyecciones destaca lo siguiente:

- Los servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones tendrían mayor dinamismo, por el impulso en las comunicaciones (en especial nuevos productos de telefonía celular e internet). Aunado a ello se espera un mejor desempeño de las actividades de transporte terrestre de pasajeros, servicios asociados al comercio exterior de mercancías y los vinculados con el turismo receptor.

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

	2013	2014	2015
Producto Interno Bruto real	3,5	3,8	4,1
Agricultura, silvicultura y pesca	-0,1	2,5	2,5
Industria manufacturera	4,1	2,3	3,4
<i>Reg. Especiales</i>	8,4	1,9	4,1
<i>Reg. Definitivo</i>	0,7	2,7	2,9
Construcción	2,4	5,7	4,1
<i>Con destino público</i>	-6,4	5,4	0,8
<i>Con destino privado</i>	6,4	5,8	5,5
Comercio, restaurantes y hoteles	3,1	3,5	3,7
Transporte, almacenaje y comunicaciones	4,9	5,2	5,7
Otros servicios prestados a empresas	5,5	6,7	6,4
Resto	3,3	3,6	3,7

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- La producción de empresas del régimen definitivo en el 2014 sería mayor que en el año previo, por la mejora en el crecimiento mundial y las oportunidades de acceso a nuevos mercados. Para el 2015 se espera que mejoren las expectativas de los empresarios y el volumen producido por empresas adscritas a regímenes especiales.
- El incremento en la demanda interna y el comercio exterior explicaría la variación esperada del comercio, restaurantes y hoteles. Los servicios prestados a empresas acelerarán el crecimiento en respuesta a las condiciones del mercado interno por la vía de mayores servicios de publicidad, especialmente en el 2014; vigilancia y aseo, servicios jurídicos y de

³² Corresponde al promedio simple de la intensidad de las fases expansivas y contractivas.

ingeniería, así como los servicios exportables de centros de llamadas y la mayor demanda tanto interna como externa por servicios informáticos.

- Se estima que la actividad de la construcción se recuperará en el 2014 (5,7%), debido al avance previsto en la construcción de obra pública, principalmente, de proyectos hidroeléctricos, viales y obras relacionadas con el mejoramiento del puerto del Atlántico y transporte de carga, así como el incremento en obras civiles destinadas a fines privados como vivienda y otras edificaciones no residenciales. Para el 2015 se prevé una desaceleración en el crecimiento (4,1%) por las previsiones de finalización de proyectos de generación eléctrica, efecto compensado por el avance en obras de mejoramiento del puerto del Atlántico.
- El panorama de la actividad agropecuaria para el 2014-15 (2,5%) es positivo, sustentado en el mayor aporte de la producción de piña, leche, banano y carne; sin embargo, el efecto de plagas como la roya, continuarán afectando el cultivo del café, y la imposibilidad de aumentar el área de plantación de banano explicaría su dinámica durante el 2015.

Por componentes del gasto, se estima que la demanda interna crecería 3,8% y 3,9% en 2014-15 respectivamente, superior al promedio observado en los 5 años previos 2009-13 (3,3%). En ambos años estaría determinado por el aporte del consumo privado. Lo anterior, es coherente con la evolución esperada de las industrias que producen para el mercado interno. Para apoyar la recuperación de la actividad económica y el empleo, al Programa mantiene la Tasa de política monetaria en 3,75%, vigente a finales del 2013 luego de las dos disminuciones aplicadas (junio y diciembre) para fomentar la demanda interna, dado el espacio que brindó una inflación cercana al nivel inferior del rango meta.

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

	2013	2014	2015
DEMANDA = OFERTA	3,7	3,8	4,2
1 Demanda interna	3,7	3,8	3,9
a. Consumo privado	3,1	3,8	3,9
b. Consumo de gobierno	3,9	2,7	2,7
c. Inversión privada	15,1	8,9	8,2
d. Inversión pública	0,7	12,6	1,0
e. Variación de Inventarios (% PIB)	0,6	-0,8	-1,4
2 Exportaciones	3,6	3,8	4,7
Bienes	3,5	3,5	4,5
Servicios	4,1	4,9	5,2
3 Importaciones	4,1	3,9	4,5
Bienes	4,8	3,6	4,5
Servicios	-1,9	6,4	4,2
4 Producto Interno Bruto	3,5	3,8	4,1

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En lo que respecta a la demanda externa, se prevé un crecimiento anual en el 2014-15 de 3,8% y 4,7%, en ese orden, que estaría ligado a la evolución en la producción de nuestros principales socios comerciales y la evolución comentada de las industrias dedicadas a la exportación. En paralelo, las importaciones a precios constantes aumentarían en el bienio 3,9% y 4,5% respectivamente. El ritmo de crecimiento previsto de la actividad económica supondría una recuperación en las compras de materias primas para la manufactura, así como las destinadas al consumo final y una moderación en el ritmo de crecimiento de las importaciones de bienes de capital.

Para los años 2014-15, dada la evolución del PIB se proyecta una recuperación en el ingreso nacional disponible de 4,6% y 4,0% respectivamente. Específicamente, en el 2014 se estima un crecimiento de los ingresos recibidos del exterior relacionados con proyectos de inversión, que implicaría una mayor demanda de empleo.

Dadas las proyecciones de crecimiento mundial y lo previsto para la economía local, se estima que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría en 5,0% y 4,9% del PIB en el 2014 y 2015, respectivamente. Las estimaciones prevén un mejor desempeño del comercio de bienes para este bienio, asociado con el incremento en la demanda externa y una posible mejora en el tipo de cambio real ante la normalización monetaria en Estados Unidos.

Se estima un crecimiento de las exportaciones de bienes de 4,9% y 5,7% en términos nominales (3,5% y 4,5% en reales) en el 2014 y 2015, respectivamente. Lo anterior estaría asociado al crecimiento en las ventas externas de productos manufacturados del régimen definitivo y de los regímenes especiales en un marco de relativa recuperación en la actividad económica de los principales socios comerciales, especialmente en los Estados Unidos de América.

El aporte neto de los servicios continuaría aumentando respecto a lo registrado en años previos y se prevé un superávit de 10% y 10,3% del PIB en el bienio, principalmente asociado a servicios de informática y turismo receptivo³³. Por tanto, la cuenta de servicios compensaría en parte el desbalance en bienes y renta.

Este ejercicio de pronóstico supone la colocación de bonos de deuda externa por parte del Gobierno (EUA\$1.000 millones en cada año del lapso 2014-15³⁴) y menores amortizaciones de deuda pública externa.

Cuadro 9. Balanza de Pagos
-millones de dólares y porcentaje del PIB-

	2013	2014	2015
Cuenta corriente	-2.526	-2.567	-2.667
Bienes	-6.461	-6.919	-7.378
Exportaciones FOB	11.530	12.091	12.784
Importaciones CIF	17.991	19.009	20.162
Hidrocarburos	2.182	2.245	2.295
Servicios	4.799	5.161	5.639
Viajes	2.043	2.236	2.486
Renta y transferencias	-865	-810	-929
Cuenta de capital y financiera	2.987	2.547	2.748
Sector público	1.167	1.341	2.087
Sector privado	1.820	1.205	662
Inversión Directa (IED)	2.300	2.360	2.565
Activos de reserva	-461	20	-81
(-aumento, + disminución)			
Relaciones respecto al PIB			
Cuenta Corriente	-5,1	-5,0	-4,9
Cuenta Comercial	-13,0	-13,5	-13,5
Balance de Servicios	9,7	10,0	10,3
Balance de Renta	-2,4	-2,3	-2,4
Capital Privado	3,7	2,3	1,2
Inversión Directa	4,6	4,6	4,7
Saldo de RIN	14,8	14,2	13,5

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 10. Comercio exterior de bienes ^{1/}
- variación porcentual interanual-

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

1/ Cifras estimadas para 2013 y proyectadas 2014-15.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³³ Las ventas externas de servicios de informática se estima crecerán 8,4% y 7,9% en el 2014 y 2015 respectivamente, mientras que el ingreso de turistas alcanzará tasas del 5,2% y 5,6% en el período.

³⁴ Se supone que una parte de estos recursos se destinaría al servicio del vencimiento de los bonos BDE-2014.

En cuanto a los flujos de capital para el sistema financiero, se estima serán inferiores a los del 2013, ante el encarecimiento de la liquidez internacional. En razón de ello, el Banco Central considera que los riesgos asociados al uso intensivo de estas figuras estaría disminuyendo. El Programa estima que las menores entradas de capital del exterior, aunadas al aumento en las tasas de interés y posiblemente a una depreciación moderada del colón, no requerirían de la intervención del Banco Central en defensa del límite inferior de la banda y por tanto no requerirá realizar operaciones de esterilización por las magnitudes del 2013.

Los flujos netos de la cuenta capital y financiera permitirán financiar el déficit en cuenta corriente en este bienio, donde los flujos de inversión extranjera directa, alcanzarán 4,6% y 4,7% del PIB y financiarían el 92% y 96% de la brecha en cuenta corriente, respectivamente. Además se prevé una disminución de RIN de EUA\$20 millones en el 2014 y una ganancia de EUA\$81 millones en el 2015, por lo que el saldo de RIN llegaría a representar 14,2% y 13,5% del PIB, en ese orden.

En relación con las finanzas del Gobierno Central para el 2014 se prevé un déficit de 6,0% del PIB (6,4% para el Sector Público Global) y de 6,4% (6,6% para el Global) para el 2015. Si bien este mayor faltante sería financiado, en parte, mediante la colocación neta de bonos deuda interna, el acceso al endeudamiento externo que se supone para cada uno de estos años (EUA\$1.000 millones anuales), permitiría atenuar la presión al alza sobre las tasas de interés locales.

Los agregados monetarios y crediticios, por su parte crecerían en el 2014-15 acorde con el comportamiento previsto para la actividad económica y el objetivo inflacionario. Las tasas de variación, tanto para la riqueza financiera total como para la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado se estiman en torno a 11% anual.

Es necesario señalar que el crédito al sector privado por moneda reflejaría, por un lado, un impulso de las operaciones denominadas en colones, como consecuencia del mayor nivel de actividad económica y de la reducción en el incentivo por contratar deudas en moneda extranjera; en tanto que, el encarecimiento de la liquidez internacional y, en consecuencia, menores ingresos de capital externo para el sistema financiero nacional limitarían el crecimiento de las operaciones crediticias denominadas en dólares.

Debe acotarse que este Programa supone que, en ausencia de fuentes extraordinarias de inyección de liquidez, como la asociada a la compra de divisas en defensa del piso de la banda cambiaria, el Banco Central requerirá únicamente atender el servicio contractual de su deuda (vencimientos de BEM, en particular).

El cuadro 11 presenta las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2014-15 que sustentan este Programa Macroeconómico.

Como lo ha indicado en otras ocasiones, el Banco Central realizará los ajustes necesarios en sus acciones de política, en respuesta a cambios sustantivos en el entorno macroeconómico que obstaculicen el logro de los objetivos propuestos para el lapso que comprende el Programa Macroeconómico 2014-15.

Cuadro 11. Principales variables macroeconómicas

	2013	2014	2015
	Preliminar	Proyección	
PIB (miles de mill de ₡)	24.799	26.875	29.248
Tasas de crecimiento (%)			
PIB real	3,5	3,8	4,1
PIB nominal	8,7	8,4	8,8
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	3,7	4,6	4,0
Inflación (meta interanual)			
Medido con variación de IPC (%)	3,7	4% (±1 p.p.)	
Balanza de Pagos			
Cuenta corriente (% PIB)	-5,1	-5,0	-4,9
Cuenta comercial (% PIB)	-13,0	-13,5	-13,5
Cuenta corriente (mill de \$)	-2.526	-2.567	-2.667
Cuenta de Capital y financiera (mill \$)	2.987	2.547	2.748
Sector Público	1.167	1.341	2.087
Sector Privado	1.820	1.205	662
Inversión Directa	2.300	2.360	2.565
Saldo RIN (% PIB)	14,8	14,2	13,5
Sector Público Global Reducido (% PIB)			
Resultado Financiero	-5,8	-6,4	-6,6
Gobierno Central ^{1/}	-5,4	-6,0	-6,4
Resto SPNF ^{1/}	0,4	0,4	0,4
BCCR	-0,8	-0,8	-0,6
Agregados monetarios y crediticios (variación %) ^{2/}			
Medio circulante	13,8	8,4	8,7
Liquidez moneda nacional (M2)	13,7	11,1	11,9
Liquidez total (M3)	12,1	10,8	11,1
Riqueza financiera total	11,8	11,1	11,0
Crédito al sector privado	12,3	11,1	10,9
Moneda nacional	9,2	11,2	12,4
Moneda extranjera	16,7	11,0	9,0

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

2/ Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

3.3. Balance de riesgos

El Banco Central reconoce que, si bien existen eventos que podrían contribuir al cumplimiento de los objetivos definidos en este Programa (una reactivación más rápida en las economías de socios comerciales que incremente la demanda externa o la adopción de medidas que mejoren transitoriamente la situación fiscal), hay otros que podrían comprometerlos, razón por la cual mantiene el rango de tolerancia en un punto porcentual ($4\% \pm 1$ p.p.).

Entre los riesgos que pueden atentar contra el cumplimiento de los objetivos planteados en este Programa sobresalen:

- i) La presión en los mercados locales asociada con el deterioro de las finanzas públicas, ante la ausencia de alguna reforma fiscal, lo que compromete la consecución de la meta inflacionaria en el mediano plazo.
- ii) Una mayor vulnerabilidad del sistema financiero ante el incremento en el uso de fondos externos para conceder crédito al sector privado, que atente contra la estabilidad financiera y macroeconómica.
- iii) Que el retiro del estímulo monetario en países avanzados genere turbulencias en los mercados cambiarios y financieros del resto del mundo, que se traduzcan en restricciones internas de liquidez y ajustes “abruptos” en los macroprecios.

Las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incorporan la mejor información disponible y suponen que el Banco Central ajustará la postura de su política monetaria para alcanzar la meta de inflación. Como toda estimación, su valor predictivo está condicionado a que no se materialicen algunos riesgos que podrían desviar las proyecciones para el bienio 2014-15:

En el campo externo destacan:

- A. Retiro “no ordenado” del estímulo monetario en naciones avanzadas, entre ellas la Reserva Federal de Estados Unidos de América. Esta situación propiciaría un aumento mayor en las tasas de interés de largo plazo, incentivando la recomposición de portafolios con salidas de capitales desde economías emergentes y en desarrollo hacia las avanzadas. Así el endurecimiento y restricción de las condiciones financieras podría manifestarse en un menor crecimiento de la demanda externa y posibles depreciaciones mayores de la moneda local con efectos adversos sobre producción de no transables (positivo sobre la producción de transables), inflación y efecto balance en el sistema financiero dolarizado.

El aparte 3.3.1 describe las principales características de un escenario en el que se supone que el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos viene acompañado, entre otros de:

- i) Una recuperación de la actividad económica estadounidense menor a la prevista.

- ii) La restricción de liquidez internacional genera una mayor reacción al alza en tasas de interés en los mercados internacionales.
- iii) Localmente y en respuesta a esas condiciones, la economía enfrentaría en un período relativamente corto una restricción de liquidez en moneda extranjera, asociada, entre otros con:
 - a. La exigencia de pagos anticipados (o no renovación) de algunas operaciones de crédito de corto plazo por parte de acreedores externos.
 - b. La recomposición de cartera en favor de instrumentos en dólares.
 - c. La no renovación (o eventual retiro) de ahorro en instrumentos locales denominados en dólares por parte de no residentes.

Estas operaciones reducirían la disponibilidad de divisas en el mercado cambiario, lo que generaría, en el muy corto plazo, presiones al alza en el tipo de cambio, de forma tal que el Banco Central podría tener que intervenir vendiendo divisas, para moderar esas presiones y reducir volatilidades excesivas.

- B. El comportamiento del precio de las materias primas. No obstante que las condiciones previstas para el crecimiento económico mundial favorecen la estabilidad de sus precios en los próximos dos años, eventos no predecibles relacionados con factores climáticos (granos básicos) o conflictos políticos en los países productores de petróleo, pueden desestabilizar los precios internacionales de dichos insumos.

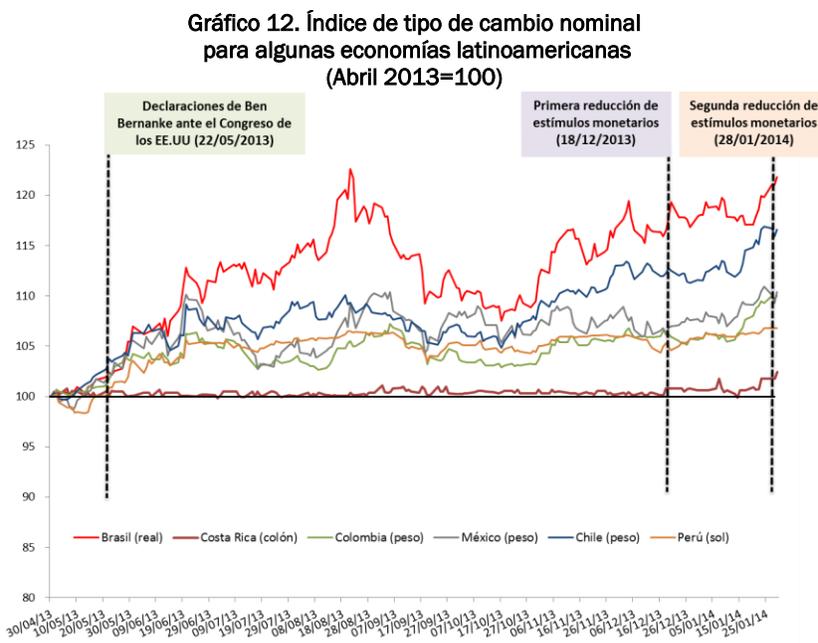
A nivel interno se identifican los siguientes riesgos:

- A. Aumento del crédito en dólares concedido a agentes cuya principal fuente de ingreso es en colones.
- B. Lenta convergencia de las expectativas de inflación al rango meta de inflación.
- C. Trayectoria creciente de la razón de deuda pública total a producto, que genere mayores presiones sobre las tasas de interés locales.

3.3.1. Algunas consideraciones sobre la vulnerabilidad externa de la economía

Entre el segundo semestre del 2008 y el primero del 2009, la crisis financiera se profundizó y afectó en forma significativa a la economía mundial, y llevó a la recesión más profunda y de mayor cobertura desde la década de los años treinta.

En esta coyuntura, los bancos centrales de las principales economías avanzadas, para atenuar el impacto real y la consecuente reducción en el bienestar de las poblaciones, respondieron con dos estrategias de política. En primera instancia, redujeron las tasas de interés; no obstante, dada la gravedad de la situación que limitó los efectos esperados; ejecutaron un segundo conjunto de medidas denominadas no convencionales.



En Estados Unidos de América, este segundo conjunto de medidas (flexibilización cuantitativa³⁵) buscó proporcionar liquidez a los mercados, flexibilizar las condiciones financieras, evitar un proceso deflacionario y reactivar la economía. Estas acciones implicaron en esencia que la Reserva Federal concediera préstamos e implementara un programa de compra activos.

El incremento de la liquidez internacional³⁶, el nivel históricamente bajo de las tasas de interés internacionales³⁷ y la mejora en las condiciones macroeconómicas de las economías en desarrollo; propiciaron en los últimos cinco años altos flujos de capital hacia economías emergentes, apreciando sus monedas y fortaleciendo la reactivación económica en esos países.

No obstante, en mayo del 2013, el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos declaró que, de manera condicionada a la evolución del desempleo y de la inflación, podría iniciar el retiro del programa de estímulo monetario, situación que si bien no se materializó en ese momento, generó ajustes en los macroprecios (incrementos de tasas de interés de largo plazo y en los tipos de cambio de algunas monedas latinoamericanas).

³⁵ En inglés conocidas como "quantitative easing".

³⁶ Antes de la recesión, la Reserva Federal mantenía entre EUA\$700 y EUA\$800 miles de millones de Notas del Tesoro en su balance; sin embargo, resultado de la flexibilización cuantitativa este rubro se ha más que cuadruplicado.

³⁷ Como referencia, el promedio de la Libor a seis meses entre enero 2010 y diciembre 2013 fue de 0,54%.

Finalmente, en la reunión de la Reserva Federal de diciembre del 2013, acordaron reducir, a partir de enero del 2014, de EUA\$85 mil millones a EUA\$75 mil millones las compras de valores del Tesoro y las cédulas hipotecarias. Adicionalmente, decidió mantener el rango meta para la tasa de fondos federales entre 0 a 0,25% y anticipó que ese rango se mantendría mientras la tasa de desempleo permaneciera por encima de 6,5% y que expectativas de inflación a 12 y 24 meses no superaran en más de 0,5 p.p. al valor de referencia inflacionaria de largo plazo (2%).

Este giro en la política monetaria de los Estados Unidos tuvo impacto en algunas economías latinoamericanas (depreciación de sus monedas), tal como lo comentó el Fondo Monetario Internacional en su publicación de Perspectivas de la Economía Mundial de enero del 2014 al indicar:

“En las economías avanzadas, las condiciones financieras han mejorado desde la publicación del informe WEO de octubre de 2013, y no se han observado grandes cambios desde que la Reserva Federal de Estados Unidos anunció el 18 de diciembre que este mes comenzará a replegar gradualmente las medidas de expansión cuantitativa. Esto incluye nuevas caídas de las primas por riesgo de la deuda pública de las economías de la zona del euro golpeadas por la crisis. En las economías de mercados emergentes, sin embargo, las condiciones financieras se mantuvieron más difíciles desde los anuncios sorpresivos de mayo de 2013 sobre el retiro paulatino del estímulo monetario en Estados Unidos, a pesar de que los flujos de capital demostraron ser más bien resistentes. Los precios de las acciones no se han recuperado del todo, los rendimientos de muchos bonos soberanos han registrado pequeñas subidas, y algunas monedas se han visto sometidas a presiones.”

En Costa Rica, en los últimos tres años se registraron significativos ingresos de capital externo, los cuales como se ha indicado en diversas publicaciones del Banco Central han respondido, entre otras razones a la existencia de un premio por mantener ahorro financiero en instrumentos denominados en colones y al menor costo para las entidades financieras de acceder al endeudamiento externo.

Al igual que lo que lo comentado para otras economías emergentes, estos recursos permitieron, entre otros resultados macroeconómicos, primero una apreciación del tipo de cambio nominal y luego mantener una relativa estabilidad cambiaria e incrementar el crédito al sector privado. No obstante, la disponibilidad de recursos externos a “bajo costo”, propició un incremento de la posición deudora neta, particularmente del sector financiero, lo que en un contexto de “normalización” monetaria en Estados Unidos, incrementa la vulnerabilidad externa del país.

Sobre este particular, se hace énfasis en que la programación macroeconómica para el 2014-2015 antes presentada refleja impactos en los macroprecios de un proceso de reducción gradual y “ordenado” de ese estímulo monetario. De manera particular, consideró un incremento de 100 puntos base en las tasas de interés internacionales y una tasa de crecimiento de los Estados Unidos promedio de 2,8% para el bienio 2014-15.

No obstante lo anterior, el BCCR analizó también un escenario de “tensión financiera”, en el cual se supuso una mayor celeridad y magnitud del efecto del retiro del estímulo monetario, situación en la que la reducción en la disponibilidad de recursos externos, propiciaría una mayor depreciación del colón. Bajo este escenario, las tasas internacionales aumentarían 100 puntos base adicionales y el crecimiento de Estados Unidos se ubicaría alrededor de 2,5%, además, el efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación podría generar efectos de segunda ronda, desviando las expectativas de inflación del rango meta, minando la efectividad de la política monetaria y la credibilidad que se ha construido en los últimos años.

En términos de la actividad económica, si bien una depreciación real (efecto traspaso parcial) incentivaría la demanda externa neta, deterioraría la posición patrimonial de los deudores netos en moneda extranjera y su posibilidad de consumo; este último efecto se reforzaría por las presiones al alza en las tasas de interés locales. Estos dos últimos elementos, se estima impactarían la demanda interna en mayor magnitud que el efecto positivo de la demanda externa, antes indicado, lo que desacelerarían el crecimiento de la económica costarricense.

Finalmente, tanto los incrementos en el tipo de cambio nominal como eventualmente en las tasas interés locales generados por la “normalización” monetaria en Estados Unidos, presionarían al alza el déficit del Gobierno y del Banco Central y por esa vía podría desviar transitoriamente del objetivo inflacionario de largo plazo.