

PRONÓSTICO DEL DESEMPEÑO DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE PARA EL I TRIMESTRE Y EL AÑO 2013

Rudolf Lücke B.

El modelo desarrollado por el Instituto de Investigaciones en Ciencias Económicas de la Universidad de Costa Rica (IICE) permite hacer pronósticos de corto plazo, sobre tres variables relevantes del desempeño de la economía nacional: el crecimiento del Producto Interno Bruto, la tasa de inflación y la tasa de interés. Para el IICE, es de especial interés la divulgación de estos resultados como un aporte a la discusión nacional sobre la evolución de la economía y de esta forma proveer al público información especializada para la toma de decisiones.

La estimación de los parámetros de este modelo de pronóstico de corto plazo se basó en 88 datos trimestrales, que van del primer trimestre del año 1991 al tercer trimestre del año 2012. Con estos parámetros, se realizó una estimación para el PIB del cuarto trimestre del 2012, que consiste en una revisión de lo propuesto en enero de ese

mismo año, obteniendo así una estimación para el año 2012 con mucha mayor información que la estimada en enero. Aparte del PIB y la balanza de pagos, el resto de las variables están actualizadas al cuarto trimestre del 2012.

La fuente principal de información para el modelo son los datos publicados en la página web del Banco Central de Costa Rica y del Departamento de Comercio de los Estados Unidos. Las principales ecuaciones de comportamiento modelan el producto interno bruto, el crecimiento en los precios y la tasa de interés.

Dado que el resultado macroeconómico dependerá en forma importante de cursos de acción que adopte el Banco Central, se describen primero los resultados para el primer trimestre del 2013 y después se analizan los resultados probables para todo el año, bajo distintos escenarios de política.

I. PRONÓSTICO PARA EL I TRIMESTRE DEL 2013

Los resultados del pronóstico para el primer trimestre del 2013 se encuentran en el Cuadro 1.

CUADRO 1. PRONÓSTICO DEL DESEMPEÑO ECONÓMICO PARA EL CUARTO TRIMESTRE DEL 2012 Y PRIMER TRIMESTRE DEL 2013*

	I 2012	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013
PIB acumulado ult 4 trimestres (%)	5,3	5,9	5,6	4,8 a 5,8	4,5 a 5,5
Inflación (% cambio interanual)	4,2	4,6	4,5	4,5	4 a 5
Inflación (% variación del trimestre)	0,9	1,8	0,3	1,5	0,1 a 1
Tasa Básica Pasiva final del periodo (%)	9,25	9,75	10,50	9,20	7,5 a 8,5

*Los valores con fondo oscuro corresponden a proyecciones del IICE, los demás a datos observados.

Fuente: BCCR y estimación propia del IICE.

A. Crecimiento

El crecimiento del PIB acumulado de los últimos cuatro trimestres para el tercer trimestre del 2012 fue de 5,6%. Para el cuarto trimestre del 2012, que sería el estimado anual, se estima un crecimiento entre el 4,8% y 5,8%, rango que se mantiene desde la última revisión realizada a mitad del 2012, en donde el rango estimado para finales de año se incrementó levemente, al observarse una aceleración en las exportaciones (12% - 13%) y de la inversión privada (11% - 12%), que impulsaron la actividad económica; no obstante, para el último trimestre del 2012 estas mismas variables que impulsaron el crecimiento en la primera mitad del año, disminuyeron su tasa de crecimiento, es por esto que se mantendrá la estimación para finales del 2012 de un crecimiento entre un 4,8% y 5,8%; sin embargo, la estimación puntual del modelo es de 5,2% para el cierre del año 2012.

Para el **primer trimestre del 2013** se retoma la senda de crecimiento estimada doce meses atrás de un 4,5% a 5,5%, siempre bajo el escenario de una economía internacional que no ha logrado repuntar posterior a la crisis financiera en los Estados Unidos, y el estancamiento económico en Europa. En ese contexto, se considera que el desempeño de la economía costarricense continuará siendo positivo, a pesar de los distintos y más probables escenarios que se podrían presentar en el sector monetario, que se analizan en una sección posterior.

Continuamos considerando que los resultados finales para el 2012 y estimados para este año 2013, a pesar de ser positivos, no lograrían por sí solos aportar a una considerable disminución en la tasa de desempleo ni de pobreza.

B. Precios

Se estima que la tasa de crecimiento interanual del índice de precios al consumidor se ubicará para el primer trimestre del 2013 entre 4% y 5%, que equivale a un ritmo de crecimiento

mensual promedio de los precios levemente superior al registrado en la primera mitad del año anterior. Este resultado en los precios se explicaría básicamente por dos razones, la primera es la expansión monetaria que se dio en la economía en los últimos meses del 2012 y, la segunda, el elevado costo operativo de algunos servicios públicos que es trasladado al consumidor mediante ajustes tarifarios, generando presión sobre los precios ya que generalmente se encarecen los insumos de producción.

El incremento observado durante el año 2012 se explica principalmente por los rubros de alquileres, educación y transporte, siendo los servicios regulados los que registran el mayor aumento para finales del año. Es de esperar que el comportamiento de los precios durante el primer trimestre del 2013 no sea muy distinto ya que no se vislumbran presiones de precios internacionales, incluyendo el petróleo (estimado máximo de US\$105 el barril) y, por el lado de las presiones de demanda, más bien vemos un leve descenso en la tasa de crecimiento de la economía, un crecimiento del consumo bastante estable -en el orden del 4,2%- , un crecimiento en el gasto público en descenso, -cerca al 1%- , que es consistente con inflaciones interanuales a marzo del 2013 de entre el 4% y 5%.

C. Tasa de interés

La tasa de interés ha sido el centro de varios acontecimientos económicos en el país, en meses recientes. El incremento durante el año 2012 en la tasa básica pasiva -tasa a la cual se indexan una gran proporción de préstamos a nivel nacional,- fue notorio, al pasar de 8% en enero del 2012 hasta un 11% entre el mes de julio y octubre, para cerrar el año en 9,2%, dentro del rango estimado por el IICE.

El incremento en la tasa básica pasiva estuvo influido por un conjunto de factores, destacando tres de ellos: la mayor demanda de recursos del sector privado frente a una política monetaria relativamente conservadora durante los primeros 8 meses del año y el efecto del déficit fiscal en el mercado

financiero, temas que se analizan más adelante, en los hechos relevantes. El incremento en las tasas de interés se dio en un contexto de baja inflación, elevando considerablemente las tasas de interés reales. Tal como lo habíamos advertido en nuestro pronóstico para el 2012, el aumento en las tasas de interés reales traería consecuencias negativas a la economía, entre ellas la desaceleración de la actividad económica, el deterioro de las carteras de crédito y el estímulo a los flujos de capital de cartera. Todos estos factores estuvieron presentes durante el año pasado.

Ante la situación anterior, en octubre el Gobierno ejerció presión moral sobre los Bancos del Estado para propiciar una reducción en la tasa básica, al tiempo que el Banco Central modificó la metodología para el cálculo de la Tasa Básica Pasiva, con el fin de restarle volatilidad. Simultáneamente, el Ministerio de Hacienda colocó

en el exterior una emisión de US\$1.000 millones en eurobonos, con el propósito de reducir la carga financiera y disminuir la participación del Gobierno en el mercado financiero.

Con las tres medidas anteriores, la tasa básica pasiva se redujo de 11% a inicios de octubre a 8,6%, a la tercera semana de enero del 2013. En este contexto, dada la condición actual y las expectativas de mayor liquidez en el mediano plazo, el resultado estimado para el primer trimestre del 2013 es que la tasa de interés se ubicará dentro del rango de 7,5% a 8,5%.

II. ANÁLISIS DE ESCENARIOS PARA EL PRONÓSTICO DEL AÑO 2013

El problema coyuntural más importante que enfrenta la economía al iniciar el 2013 es el significativo flujo de capitales “golondrina” que inició en los últimos cuatro meses del 2012. Esos capitales responden al incremento en el premio por invertir en moneda nacional, consecuencia del aumento en las tasas locales de interés en el contexto de tasas de interés internacionales históricamente bajas, estabilidad cambiaria y buena “percepción” del riesgo país en el exterior, reforzada con el éxito de la emisión de eurobonos. El resultado macroeconómico para el 2013 –sobre todo en lo referente a inflación y tasas de interés– dependerá en buena medida del éxito que se tenga en disminuir la intensidad de esos flujos de capital y en la política monetaria y cambiaria que adopte el Banco Central. En consecuencia, en esta ocasión el análisis de escenarios para poder estimar lo que sucedería en la economía para este próximo 2013 es fundamental. En ambos escenarios se supone

que se mantiene el sistema de bandas con el piso actual. Si el régimen cambiario se modificara, habría que efectuar nuevas estimaciones. También se supone que no habrá reforma fiscal.

Pronóstico del desempeño económico para año 2013*

Escenario 1. Incremento en el medio circulante producto del ingreso de dólares al país

En este escenario se plantea que el Banco Central flexibiliza su política monetaria y permite que el medio circulante se incremente en el monto de dinero que el Banco Central ha recogido de la economía. Básicamente este escenario consiste en la respuesta expansiva del Banco Central ante el ingreso masivo de dólares al país producto de los flujos de capital de cartera y del endeudamiento externo, sin tomar en cuenta la fase de esterilización que podría el BCCR emprender.

CUADRO 2. PRONÓSTICO DEL DESEMPEÑO ECONÓMICO PARA EL 2013

Escenario 1: Emisión sin posterior esterilización	
PIB acumulado ult 4 trimestres (%)	4,5 a 5,5
Inflación (% cambio interanual)	6 a 7
Tasa Básica Pasiva final del periodo (%)	6,5 a 7,5

*Los valores con fondo oscuro corresponden a proyecciones del IICE, los demás a datos observados.

Fuente: BCCR y estimación propia del IICE.

En este escenario partimos de que el Banco Central no esterilizaría parte de los US\$1.000 millones (equivalentes a ¢500 mil millones) que serían emitidos por el Banco Central, al precio de la banda inferior de tipo de cambio. El incremento en el medio circulante que generaría dicha operación sería de un 24% lo que es de esperar genere un poco más de inflación para finales del 2013, por lo

que el rango se estableció entre 6% y 7%, mientras que se estima que en este caso la tasa de interés se reduzca hasta el rango de 6,5% a 7,5% producto del exceso de liquidez en la economía, generando un impacto positivo en la inversión y el consumo y por lo tanto manteniendo el rango estimado de crecimiento.

Escenario 2. Incremento en el medio circulante producto del ingreso de dólares al país y su posterior esterilización del Banco Central con miras a controlar la inflación alrededor del 6%

En este escenario se plantea que el Banco Central esterilizaría parte de la emisión por el endeudamiento externo con el fin de mantener una expansión monetaria acorde con un crecimiento de los precios del 6%.

CUADRO 3. PRONÓSTICO DEL DESEMPEÑO ECONÓMICO PARA EL 2013

Escenario 2: Emisión con posterior esterilización	
PIB acumulado ult 4 trimestres (%)	4 a 5
Inflación (% cambio interanual)	5 a 6
Tasa Básica Pasiva final del periodo (%)	7 a 8

*Los valores con fondo oscuro corresponden a proyecciones del IICE, los demás a datos observados.

Fuente: BCCR y estimación propia del IICE.

En este escenario partimos de que el Banco Central esterilizaría parte de la emisión correspondiente a los US\$1.000 millones que el gobierno utilizará para atender sus gastos. En este escenario, se estima que el Banco Central puede permitir un crecimiento extra del medio circulante de aproximadamente 12% interanual, sin generar presiones sobre los precios mayores al 6%. Bajo este escenario, se esperaría niveles de inflación menores que en el escenario anterior, estimándose un rango entre 5% y 6%. En cuanto a la tasa de interés, estimamos que se mantendría en el rango de 7% a 8%, producto del menor exceso de liquidez en la economía, y las tasas ofrecidas por el Banco Central ante la necesidad de captar recursos del mercado, generando un impacto levemente negativo sobre la inversión y el consumo y por lo tanto disminuyendo levemente el rango estimado de crecimiento para el PIB de un 4% a

un 5% en comparación con el escenario planteado anteriormente de un 4,5% a un 5,5%.

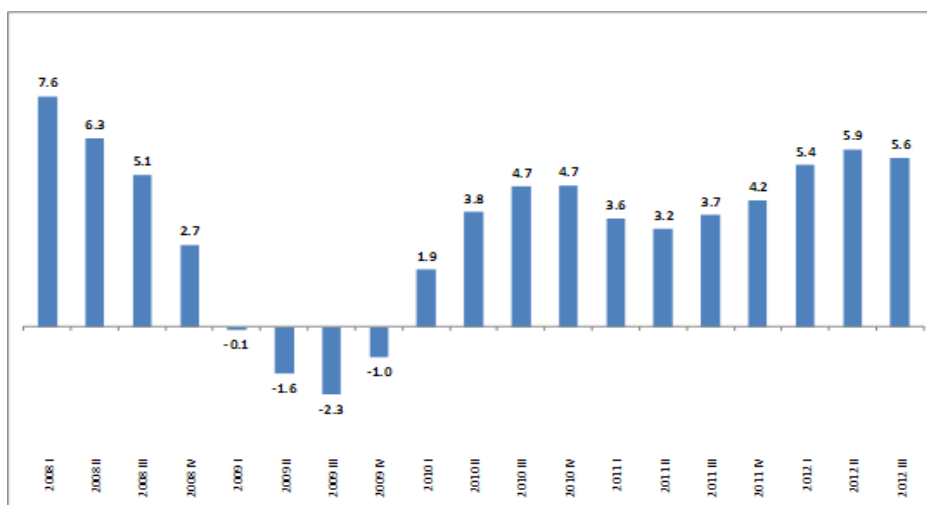
Cabe señalar que la disminución de las tasas de interés a los niveles estimados podría de por sí reducir el flujo de capitales “golondrina”. Si se observa el gráfico 12, tasas en colones entre 7% y 8% pueden significar premios por invertir en colones de aproximadamente 3 puntos porcentuales; pero, si se resta el “riesgo país”, se puede reducir a 1.5 o 2 puntos, que no constituye un incentivo muy claro para traer capitales para inversión de cartera. Si se adiciona el elemento de incertidumbre que introduce el proyecto para el control de capitales, es probable que el problema se pueda disminuir a niveles que no constituyan riesgo macroeconómico. Al mismo tiempo, la reducción de los flujos y del premio reducirían el incentivo para endeudarse en dólares, que favorecería la solvencia del sistema financiero.

II. HECHOS RELEVANTES DE LA ECONOMÍA NACIONAL

Crecimiento económico

Para el tercer trimestre del 2012 se observa un incremento del Producto Interno Bruto acumulado de los últimos cuatro trimestres del 5,6%, la segunda mayor tasa trimestral desde el segundo trimestre del año 2008, cuando la economía comenzó a desacelerarse por los efectos de la crisis internacional (véase Gráfico 1). También se aprecia una tendencia a la desaceleración, pues pasó de 5,9% a un crecimiento de 5,6%.

GRÁFICO 1. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO ACUMULADO DE LOS ÚLTIMOS CUATRO TRIMESTRES



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

De la información por actividades del valor acumulado de los últimos doce meses de las cuentas nacionales al tercer trimestre del 2012 (Gráfico 2), se observa un incremento importante en el sector manufacturero (8,2%), así como en el sector de transporte y almacenaje (7,2%) y servicios, especialmente los servicios de intermediación financiera (5,5%). En términos de participación en el valor agregado, el sector manufacturero y el de transporte incrementaron levemente su aporte a la producción, mientras que los sectores agrícola y comercial registraron una disminución.

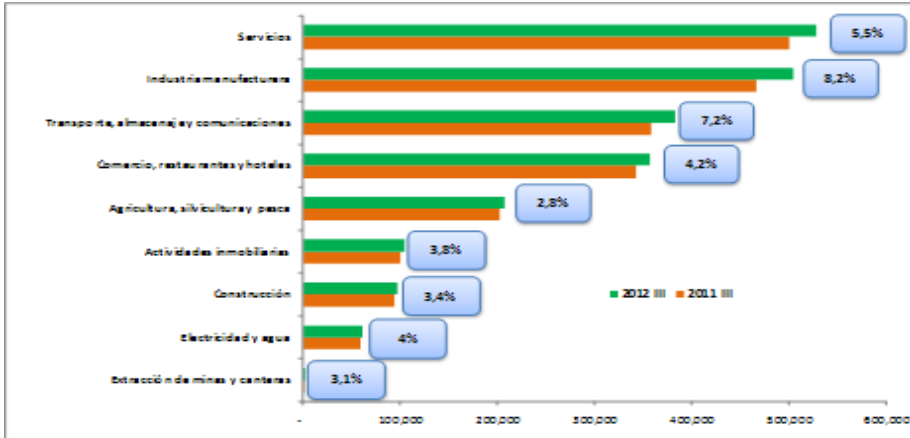
Al observar el crecimiento de la economía entre el acumulado del primer semestre del 2012 con

respecto al mismo periodo del año anterior (Gráfico 2), se evidencia que el sector servicios -definido como el agregado de los servicios de administración pública, servicios comunales personales, servicios de préstamos a empresas y aquellos ligados al sistema financiero- ha mantenido un crecimiento de más de 5,5%, lo cual converge al aumento del agregado nacional de 5,6% para ese mismo trimestre. Por otra parte, el sector manufacturero registró un incremento de más del 11% durante el primer semestre del 2012, el cual descendió a 8,2% si contabilizamos el tercer trimestre del 2012, cambio que adquiere mayor importancia sobre la tendencia de la economía en la segunda mitad del 2012, dado el peso de este sector en la actividad económica.

En términos generales, las actividades incrementaron su tasa de crecimiento en mayor medida al contrastarse con el mismo período del año anterior; no obstante, sectores enfocados en la demanda interna como el comercial y en menor medida el agrícola, registraron crecimientos moderados al

compararse con otros sectores más ligados a la demanda externa, como lo son el manufacturero, y el sector de transportes, tal y como se aprecia en el Gráfico 2, en el cual las barras miden el valor absoluto (eje horizontal) y las cifras en recuadros la tasa de crecimiento.

GRÁFICO 2. VALOR AGREGADO POR INDUSTRIA Y TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES PARA EL DATO ACUMULADO A CADA TRIMESTRE

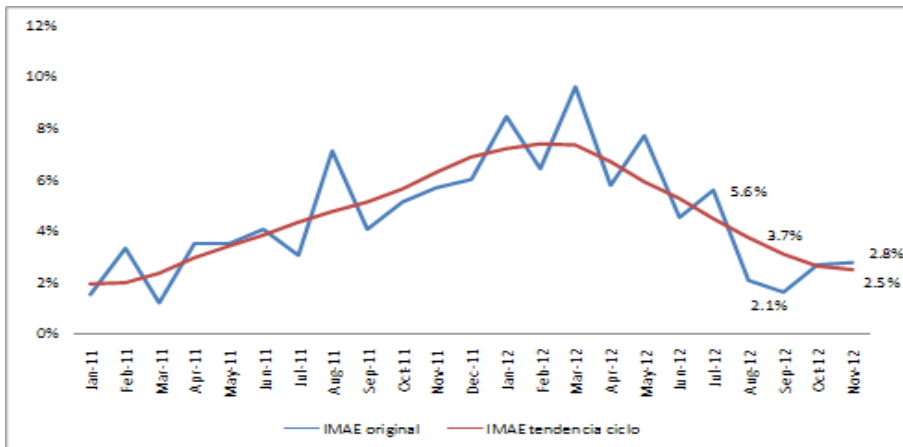


Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Si se utiliza un indicador con información más reciente de la actividad económica, como el IMAE tendencia ciclo a noviembre, se infiere claramente que la actividad económica ha tendido a

desacelerarse (Gráfico 3), aunque tanto el indicador de tendencia como el IMAE original parecen apuntar a un cambio positivo.

GRÁFICO 3. TASA DE CRECIMIENTO DEL ÍNDICE MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (SERIE ORIGINAL Y TENDENCIA CICLO)



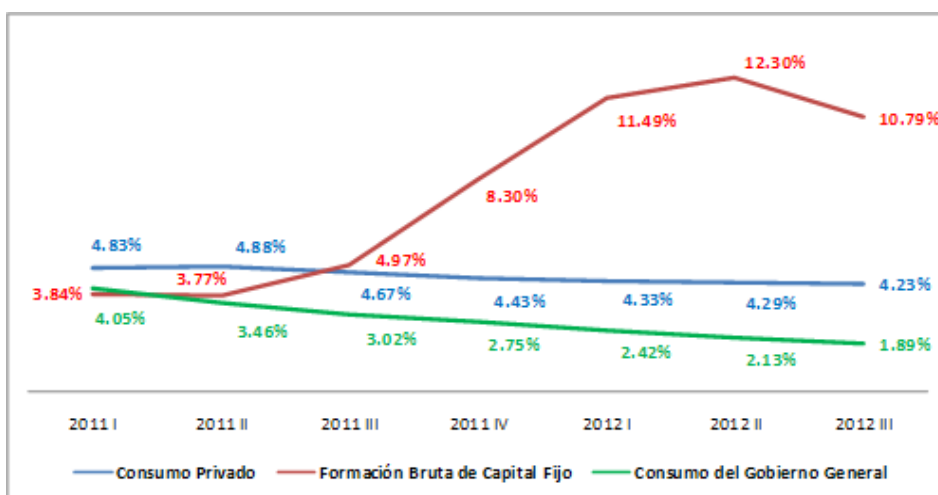
Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Al analizar el crecimiento de los componentes de la demanda interna (Gráfico 4), se aprecia que el consumo privado acumulado de los últimos cuatro trimestres se ha comportado bastante estable, con una leve baja en su tasa de crecimiento durante el último trimestre del 2011, pero registrando un pequeño repunte en su crecimiento para los primeros dos trimestres del año 2012. Por su parte, el consumo del Gobierno General ha mostrado una clara disminución en su tasa de crecimiento, de 4% en el primer trimestre del 2011 a solo 1,8% en el tercer trimestre del año 2012.

En el caso de la formación bruta de capital fijo, es decir la adquisición de maquinaria, compra de equipo e inversiones en nuevas construcciones, esta registró un incremento significativo al pasar de 3,7%, durante el segundo trimestre del

2011, a más del 11% al segundo trimestre del presente año; no obstante, como es de esperar, la inversión de las empresas en capital fijo no necesariamente es continua, pues en una primera instancia adquieren capital fijo y posterior a eso se dedican al manejo de los inventarios, por este motivo se registra un descenso en la tasa de crecimiento de la formación de capital fijo posterior al crecimiento del 12,3% de mediados del 2012, hasta llegar al 10,8% para el tercer trimestre del 2012. Este aumento de la adquisición de capital fijo por parte de las empresas podría traducirse en una expansión de la producción, lo cual es un indicio positivo sobre la evolución de la actividad económica, que debe balancearse con los datos más recientes del IMAE, pero en ambos casos tomando en cuenta que la tendencia para finales del 2012 pareciera ser a la baja.

GRÁFICO 4. TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA INTERNA



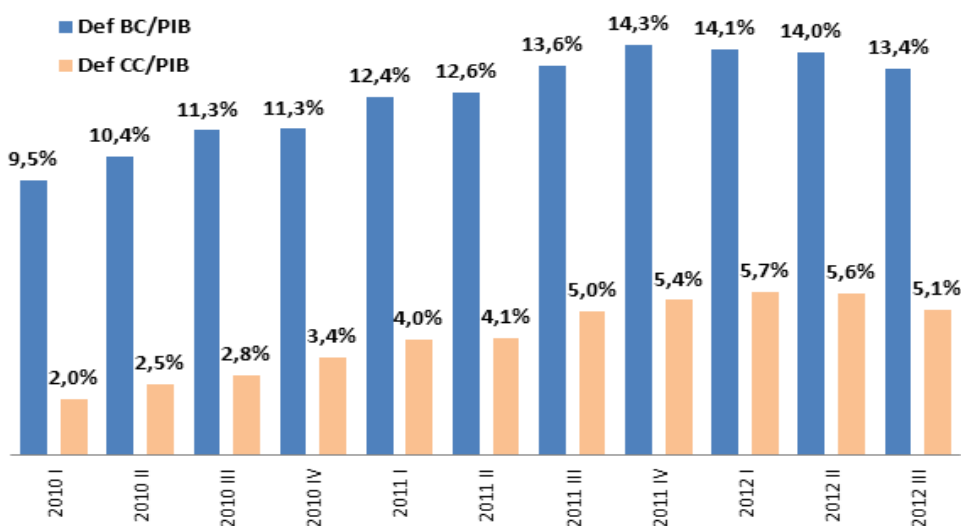
Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

Sector Externo

Como se observa en el Gráfico 5, el desequilibrio superior a 10% del PIB que continua mostrando la economía en su balanza comercial desde mediados del año 2010, fue de 14% al cierre del primer semestre del 2012, pero experimentó una leve baja a 13,4% para el tercer trimestre del mismo año. En este sentido, se observa una leve tendencia a la mejora del desequilibrio externo, pues a pesar de que el colón no presentaba signos de devaluación, las exportaciones se encontraban

creciendo a una tasa mayor. Lo anterior repercute en la cuenta corriente (Gráfico 5), que se amplió en el primer semestre del año, pero para el tercer trimestre el incremento en las exportaciones revirtió dicho proceso haciendo que el déficit de la cuenta corriente a septiembre del 2012 se ubicara en 5,1%, que es 0,5 puntos porcentuales menos que el trimestre anterior. No obstante aún sigue siendo alto, si se considera que a inicios del 2010 el déficit de cuenta corriente era de apenas el 2% del Producto Interno Bruto.

GRÁFICO 5. DÉFICIT DE BALANZA COMERCIAL COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (2010 I 2012 II)



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Tal y como se mencionó antes, los datos más recientes de comercio exterior apuntan a un incremento mayor de las exportaciones acompañadas de una desaceleración en la tasa de crecimiento de las importaciones, lo cual podría estar marcando el punto de inflexión en la tendencia que venía mostrando.

un mayor incremento del valor de las exportaciones provenientes de las zonas francas (véase el Cuadro 4), aunque a un ritmo menor al percibido en el acumulado al tercer trimestre del 2012. Por su parte, las importaciones redujeron su ritmo de crecimiento, de 20% en noviembre del 2011 a 8,36% en el mismo periodo, pero del año 2012.

Las cifras del Cuadro 4 señalan que las ventas al exterior acumuladas a noviembre del 2012 crecieron 9,83%. Dicho aumento responde a

CUADRO 4. EXPORTACIONES TOTALES ACUMULADAS A NOVIEMBRE DE CADA AÑO Y SU TASA DE CRECIMIENTO (EN MILLONES DE US\$)

Años	Exportaciones	Variación Interanual	Importaciones	Variación Interanual
2010	8.709		12.362	
2011	9.569	9,88%	14.865	20,25%
2012	10.510	9,83%	16.107	8,36%

Fuente: IICE con datos del BCCR

CUADRO 5. EXPORTACIONES TOTALES ACUMULADAS A NOVIEMBRE DE CADA AÑO Y SU TASA DE CRECIMIENTO SEGÚN RÉGIMEN DE EXPORTACIÓN (EN MILLONES DE US\$)

Regimen	2010	2011	Var % (2010 - 2011)	2012	Var % (2011 - 2012)
Definitivo	4.008	4.539	13,3	4.752	4,7
Perfeccionamiento Activo	165	172	4,0	205	19,3
Zona Franca	4.545	4.946	8,8	5.494	11,1
TOTAL	8.717	9.657		10.451	

Fuente: IICE con datos de PROCOMER

El acumulado a noviembre del 2012 muestra que las exportaciones de zonas francas representan más de la mitad del total de la oferta exportable y crecieron en más de un 11%, mientras que las exportaciones fuera de régimen o régimen definitivo lo hicieron a un ritmo de solo 4,7%, muy inferior al aumento de 13,3% experimentado doce meses antes (véase el Cuadro 5).

Según los últimos datos de Procomer, las exportaciones acumuladas entre enero y octubre del 2011 con destino a América del Norte

ascendieron a más de US\$3.700 millones de dólares, aumentando en el mismo periodo del 2012 a más de US\$4.000 millones (véase Cuadro 6), lo que significa un 7,9% de incremento en los productos vendidos hacia América del Norte. Por su parte, las ventas a Europa registran un crecimiento del 7,7%, levemente inferior al registrado con los datos acumulados a agosto, pero superior al crecimiento registrado doce meses atrás, lo cual es muy satisfactorio, dado el estancamiento económico de Europa.

CUADRO 6. EXPORTACIONES TOTALES ACUMULADAS A OCTUBRE DE CADA AÑO Y SU TASA DE CRECIMIENTO SEGÚN REGIÓN DE EXPORTACIÓN (EN MILLONES DE US\$)

Región	2010	2011	Var % (2010 - 2011)	2012	Var % (2011 - 2012)
América del Norte	3.626	3.747	3,3	4.043	7,9
América Central	1.666	1.780	6,9	1.863	4,7
Europa	1.604	1.675	4,4	1.803	7,7
Asia	1.159	1.031	-11,1	1.204	16,8
Caribe	406	312	-23,3	370	18,6
América del Sur	209	225	7,5	249	10,8
Otros	47	48	0,9	30	-36,6
TOTAL	8.717	8.816		9.562	

Fuente: IICE con datos de PROCOMER

Las exportaciones hacia América Central crecieron un 4,7%, incremento que aún se encuentra por debajo del conseguido, doce meses atrás. En el caso de las exportaciones con destino a Asia, estas crecieron en un 16%, reflejando fundamentalmente el comportamiento de las exportaciones de componentes electrónicos. Cabe recordar que las exportaciones acumuladas a noviembre del 2011 con destino a Asia disminuyeron en un 11% durante ese año.

Continúa observándose un incremento en las importaciones de bienes de capital y en menor medida en las materia primas y bienes intermedios (Cuadro 7); no obstante, vale la pena señalar el

incremento de más del 13% en la importación de materiales para la construcción, congruente con el crecimiento observado en el aporte al PIB por dicho sector, al pasar de registrar un crecimiento negativo en el segundo trimestre del 2012 a crecer a más del 3% para el tercer trimestre del 2012. Por su parte, el incremento en la importación de bienes de capital está en línea con el aumento observado en la formación bruta de capital fijo, que a pesar de disminuir su tasa de crecimiento para el tercer trimestre del 2012, se espera que el sector productivo nacional aumente su demanda de bienes de capital en al menos un 6% entre el último trimestre del 2012 y el primer trimestre del 2013.

CUADRO 7. VALOR Y TASA DE CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES TOTALES ACUMULADAS DE LOS ÚLTIMOS CUATRO TRIMESTRES SEGÚN CATEGORÍA ECONÓMICA, AL TERCER TRIMESTRE DE CADA AÑO (EN MILLONES DE US\$)

Categoría económica	2010	2011	2012	Var (2011 - 2012)
Materias primas y productos intermedios	38.114	42.475	45.632	7,4%
Bienes de consumo	13.559	16.825	19.144	13,8%
Bienes de capital	11.579	13.163	15.192	15,4%
Materiales de construcción	1.913	2.433	2.748	13,0%
Combustibles y lubricantes	7.464	11.837	12.773	7,9%
Bienes diversos	50	0,8	1,2	42,7%

Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

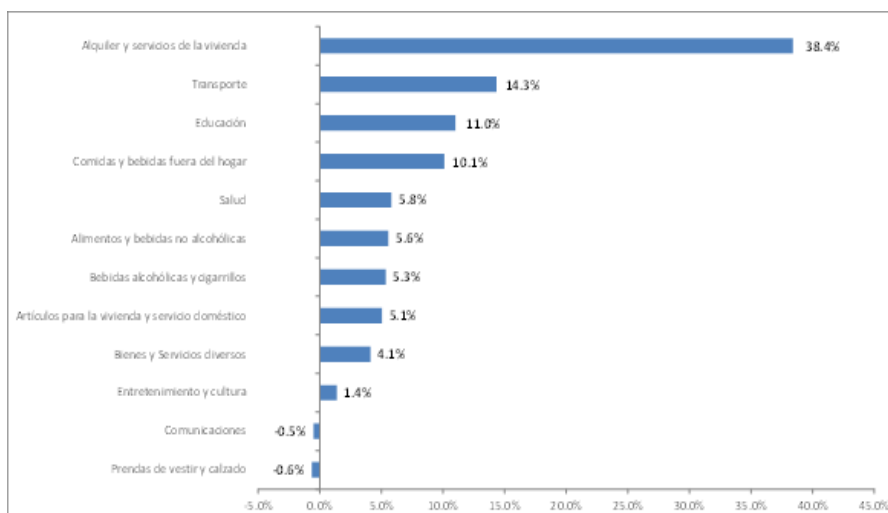
Precios.

La evolución de los precios durante el 2012 fue muy satisfactoria (4,5%), ubicándose en la parte inferior de la meta del BCCR y siendo el segundo nivel más bajo desde 1976. En particular, el rubro de alimentos -que posee un fuerte peso dentro de la canasta de consumo del costarricense- mostró para la gran mayoría de meses del año 2012 una disminución, y cerró diciembre en 1,2; por otra parte bienes y servicios que responden en mayor medida a cambios en los precios, como las prendas de

vestir y el entretenimiento, también experimentaron una leve disminución en su aporte al incremento en los precios: en el caso de las prendas de vestir (-0,6%) y un aporte bastante moderado en el caso del rubro de entretenimiento y cultura (1,4%).

En el Gráfico 6 se puede observar cómo se distribuye el 4,5% de inflación que se registró para el año 2012, correspondiendo dos terceras partes a los rubros de alquileres, transporte y educación.

GRÁFICO 6. APOORTE PORCENTUAL AL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS PARA EL AÑO 2012 SEGÚN GRUPO DE PRODUCTO

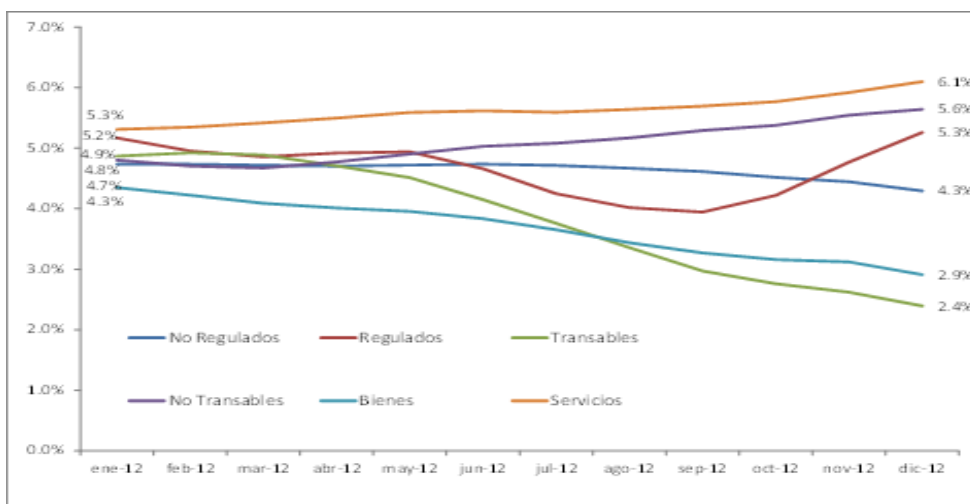


Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

El Gráfico 7 presenta la evolución interanual de los precios agrupados en distintas categorías, en donde ya no se observa una perseverante disminución como en meses anteriores, sino más bien al desagregar el índice de precios generales, tenemos un resultado bastante heterogéneo al comparar la tasa de crecimiento interanual inicial en el año 2012 de los precios en los distintos rubros con la misma al finalizar el año.

Aunque al analizar un periodo de tiempo más amplio se observa una fuerte disminución que los precios registran en términos generales, (pues pasaron de un rango del 10% al 18% en el 2008-2009 a otro más bajo entre 4,5% y 6% en el periodo 2011-2012), este efecto no es tan claro si se observa únicamente el año 2012, donde la inflación se ubicó en el orden del 4,5%, pero los rubros de servicios, regulados y no transables registraron incrementos superiores al 5%.

GRÁFICO 7. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS PROMEDIO DE LOS ÚLTIMOS DOCE MESES SEGÚN TIPO DE BIEN O SERVICIO



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Un factor de estabilidad en precios se encuentra en el tipo de cambio, pues este ha estado cercano a la banda inferior, lo cual no ha generado presiones en los precios de los productos importados; al respecto, el precio de los bienes transables es el que registra la mayor disminución en su tasa de crecimiento en los últimos años. Finalmente, tanto el consumidor costarricense como el sector empresarial han ido lentamente ajustando sus expectativas de inflación a la baja, lo cual contribuye a que los ajustes futuros sean menores a los del pasado y haya menos volatilidad en los niveles de inflación.

Situación Fiscal

Al tercer trimestre del pasado año, los ingresos acumulados del Gobierno Central representaron cerca del 14,5% del PIB; reflejándose un incremento de 0,2 puntos porcentuales con relación a un año atrás, lo que responde principalmente a una muy leve mejora en los ingresos por impuestos a las ventas internas. Los impuestos recaudados en aduanas continúan jugando un papel importante en el ingreso tributario del Gobierno Central, lo mismo que los ingresos por renta.

En el caso del componente de gasto, el gasto corriente se ha mantenido en el orden del 17,2% y el gasto de capital en 1,5% del PIB para el tercer trimestre del año 2012 (véase Cuadro 7).

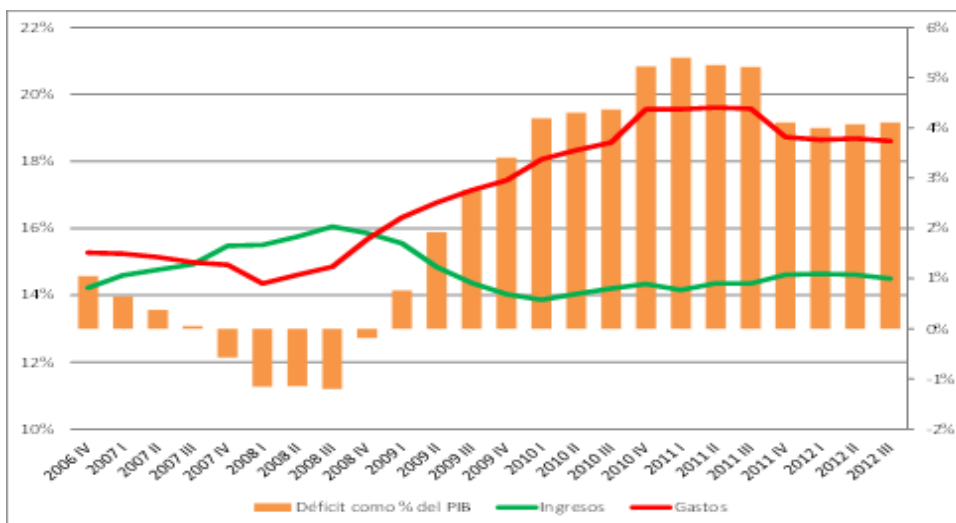
CUADRO 8. DESGLOSE DE LA CARGA TRIBUTARIA Y LOS GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (2011 I – 2012 III)

Desglose carga tributaria y gastos	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II
Ingresos corrientes totales	14,2	14,4	14,3	14,6	14,6	14,6
Ingresos tributarios totales	12,8	13,0	13,1	13,4	13,4	13,4
Aduanas	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	3,9
Sobre importaciones	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Sobre exportaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre ventas externas	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5
Sobre consumo	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Impuestos a los ingresos y utilidades	3,9	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Ventas internas	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6
Consumo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros Ingresos tributarios	2,6	2,7	2,7	2,8	2,7	2,8
Ingresos no tributarios	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
Contribuciones Sociales	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros Ingresos no tributarios	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Transferencias	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Gastos corrientes totales	17,2	17,4	17,4	17,3	17,2	17,2
Gastos de capital totales	2,3	2,2	2,2	1,5	1,4	1,5

Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

En el caso del déficit como porcentaje del PIB, este aún se encuentra por encima del 4%, registrando un leve aumento durante el año 2012 de 4% en el primer trimestre del año a 4,11% para el tercer trimestre del año 2012 (véase Gráfico 8). Es posible que el déficit fiscal a final del año 2012 se ubique entre 4,5% y 4,8% del PIB.

GRÁFICO 8. EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS, GASTO Y DÉFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (2006 IV – 2012 II)



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

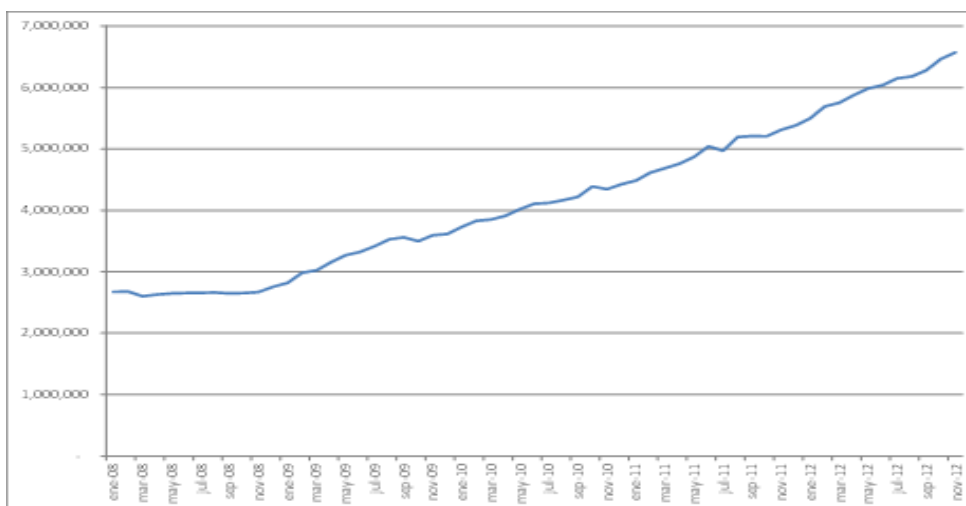
Esta situación lleva a que el Gobierno mantenga un persistente déficit primario que al final del 2011 e inicios del 2012 se ha ubicado en una cifra cercana al 2% del PIB. Lo anterior implica que el Gobierno debe salir al mercado a captar recursos por ese monto, pues como mínimo debe poder cubrir sus gastos corrientes que hoy en día rondan el 17,2% del PIB.

La fórmula que el Gobierno espera usar cuando obtenga de forma líquida los recursos provenientes del endeudamiento externo “eurobonos”, consiste en reducir la deuda interna que se encuentra a tasas más altas que la deuda externa y, de esta forma, reducir el componente del gasto

que se dedica al servicios de intereses de la deuda interna, en el tanto que el tipo de cambio se mantenga estable. Con esto se libera el gasto y reduce el déficit primario, que es una de las problemáticas más complicadas actualmente para el Gobierno.

Por su parte el Gobierno no ha reducido el uso de deuda interna bonificada, la que aún continúa creciendo a un ritmo considerable (23%), (véase Gráfico 9); sin embargo es de esperar que esta tendencia se estabilice en los primeros meses del 2013, donde el Gobierno inicie la sustitución de la deuda y el uso más intensivo de recursos de la deuda externa.

GRÁFICO 9. DEUDA INTERNA BONIFICADA DEL GOBIERNO CENTRAL EN MILLONES DE COLONES (2008 – 2012)



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Análisis del Mercado Monetario Costarricense

Con el fin de comprender los fenómenos que están ocurriendo en el mercado monetario nacional e identificar la estructura de flujos monetarios en la economía, se analiza la composición de la liquidez, el mercado de fondos prestables y las variables del sistema financiero. Esto es importante para entender la ocurrencia simultánea de un volumen de liquidez importante en moneda nacional con tasas de interés en aumento. Por otro lado,

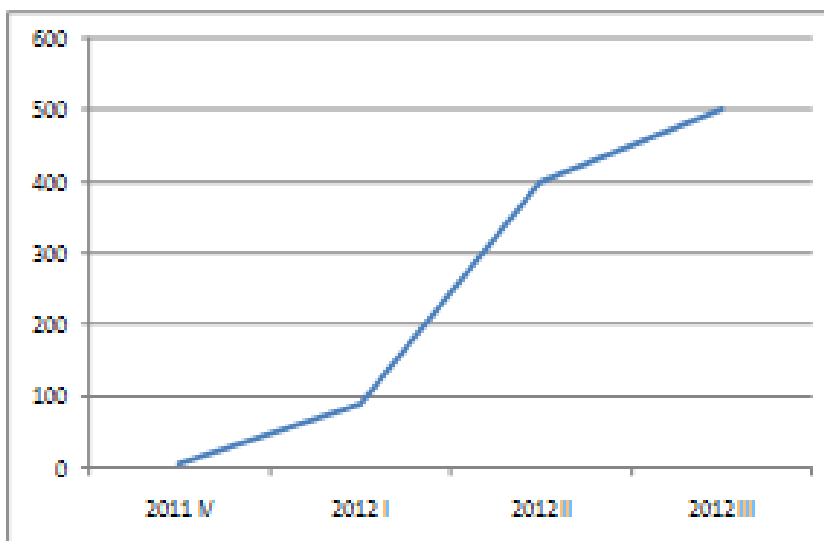
existe también una situación propia del carácter bi-monetario de la economía que explica que el volumen de dólares en la economía es abundante, pero una parte importante de dichos dólares no se encuentran en el sistema bancario, lo que genera una búsqueda constante de dólares por parte de los bancos para lograr enfrentar la demanda de crédito en esta moneda producto de la decisión del demandante de crédito de pedir préstamos en dólares ante el amplio diferencial de tasas de interés con el exterior.

Costa Rica viene experimentando un incremento en el flujo de capitales

En los últimos meses Costa Rica ha experimentado un incremento significativo en el flujo de capitales que ingresan al país, que se refleja en la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, especialmente en el rubro de inversión de cartera, el cual claramente en los últimos trimestres

ha registrado un crecimiento importante, como se observa en el Gráfico 10. Inclusive, desde el año 2005 no se registra un crecimiento de la inversión de cartera tan grande como el observado en los últimos cuatro meses del 2012.

GRÁFICO 10. INVERSIÓN DE CARTERA
(MILLONES DE DÓLARES IV 2011 - III 2012)

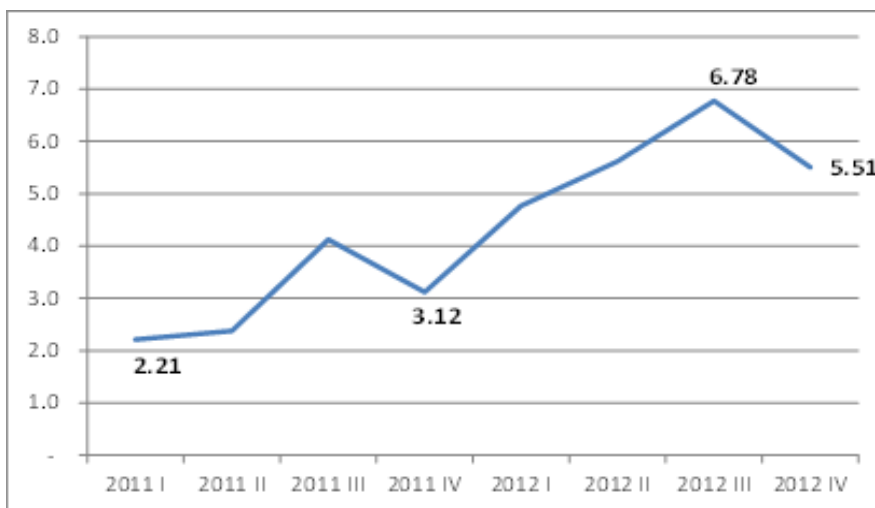


Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Pero tal vez la pregunta que surge es, ¿por qué se da este flujo de capitales hacia el país? Debe distinguirse entre dos tipos de flujos: el flujo de recursos que viene al país por concepto de inversión real, que generalmente consiste en inversiones de mayor plazo y en capital fijo, y el flujo de inversiones de cartera que es más volátil y generalmente responde a la búsqueda de un premio por invertir. Actualmente existe un premio por invertir en colones, debido a la relación entre la

tasa de interés, las expectativas de inflación y de devaluación o apreciación de la moneda. Una forma de estimar el premio por invertir en colones es por medio del diferencial para inversiones a determinado plazo (6 meses, por ejemplo) en colones versus el rendimiento en dólares en bonos de tesoro de USA al mismo plazo, más la expectativa de devaluación, más 2% de diferencial cambiario (10 colones por dólar aproximadamente). El resultado se muestra en el gráfico 11.

GRÁFICO 11. EVOLUCIÓN DEL PREMIO POR INVERTIR EN COLONES



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Obsérvese el significativo aumento en el premio, que pasa de 2,21 puntos porcentuales a principios del 2011 a 3,12 puntos a finales de ese año; pero, a partir de allí, aumenta hasta 6,78 puntos en el tercer trimestre del 2012 y, luego de las medidas para reducir las tasas de interés, termina el año con 5,5 puntos. Es decir, que un inversionista de Norteamérica podría obtener hasta 5,5 puntos porcentuales más invirtiendo en colones que en bonos del tesoro de Estados Unidos.

Este incremento en el premio de invertir en colones, se magnifica cuando los riesgos percibidos de una devaluación de la moneda son cada vez menores, como cuando el tipo de cambio se ubica en la banda piso, púes allí el sistema cambiario funciona como si fuera un tipo de cambio fijo, e incentiva a que inversionistas del exterior traigan dólares al país, los cambien a colones, los inviertan, dejen madurar sus inversiones de corto plazo o finalizan sus posiciones, utilicen los colones para volver a comprar dólares y sacan los dólares del país, con un rendimiento mayor que el que podrían haber obtenido de invertir en dólares sus recursos. Esto implica no sólo una transferencia de recursos del país al exterior, sino que –cuando adquiere dimensiones importantes- tiene consecuencias des-

estabilizantes en la política monetaria, con efectos sobre el nivel de inflación, las tasas de interés, el balance de las empresas y la estabilidad del sistema financiero.

Una forma de analizar el comportamiento de los agentes económicos e identificar si estos han modificado sus preferencias con respecto a instrumentos, plazos y monedas, es analizar la composición del cuasidinero, que es el componente de la liquidez que está integrado por instrumentos financieros menos líquidos, pero que actúan más como reserva de valor, en comparación con el medio circulante.

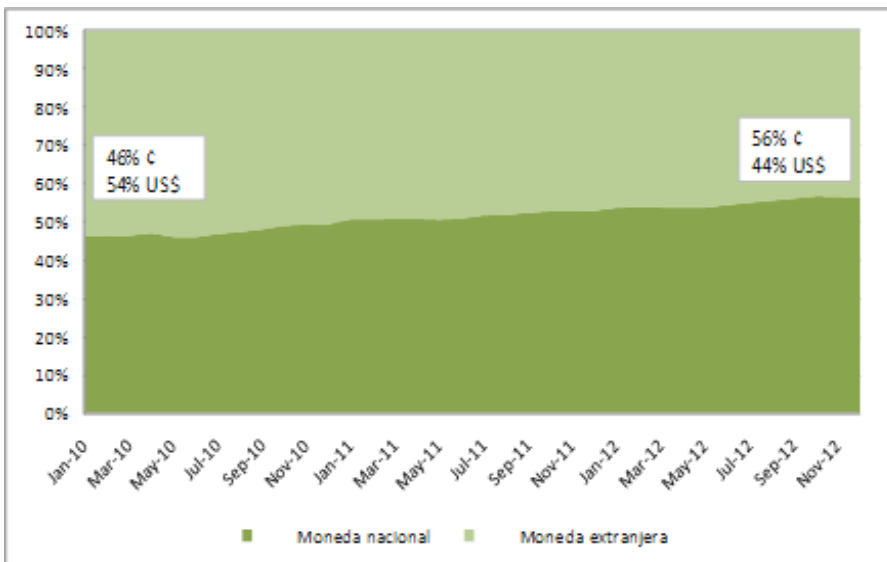
Entre los principales componentes del cuasidinero se encuentran los depósitos a plazo y en cuentas de ahorro, así como certificados a plazo y de inversión, en ambas monedas.

En este sentido si observamos el Gráfico 12, podemos ver como la composición de monedas en el cuasidinero ha ido cambiando desde principios del año 2010 en donde la preferencia por activos de mediano plazo se ha enfocado primordialmente en activos denominados en colones. La riqueza del sector privado se incrementó en más de un

18%, pero el incremento no es tan notorio como el cambio en su composición, mostrando una reducción importante en la tenencia de dólares y especialmente en depósitos financieros, e incrementado de forma considerable la proporción de la riqueza financiera que se encuentra invertida en bonos fiscales en colones. Esto muestra que las decisiones de los agentes económicos han estado enfocadas en reducir la tenencia de activos de

corto plazo como depósito de ahorro e invertir en títulos en colones menos líquidos pero que ofrecen mayores tasas de interés como son los títulos de deuda del Gobierno. También sabemos que la preferencia por liquidez se reduce cuando las tasas de interés son altas, y esta podría ser la causa en la reducción del numerario en poder del público que se observa al desagregar la composición de la riqueza del sector privado.

GRÁFICO 12. EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL CUASIDINERO SEGÚN MONEDA



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Aunado a lo anterior, como ya se mencionó, la situación fiscal en los últimos años ha obligado al gobierno a financiar parte de sus operaciones con endeudamiento (financiamiento del déficit primario), absorbiendo un mayor volumen de recursos provenientes del sector privado.

Impacto interno producto de flujos externos

Los resultados del incremento de este flujo de capitales hacia el país, se pueden ver reflejados en la evolución de los agregados monetarios, los cuales registraron crecimientos mayores en el 2012 que en años anteriores: la emisión monetaria se incrementó en 13,7%, dos puntos porcentuales más

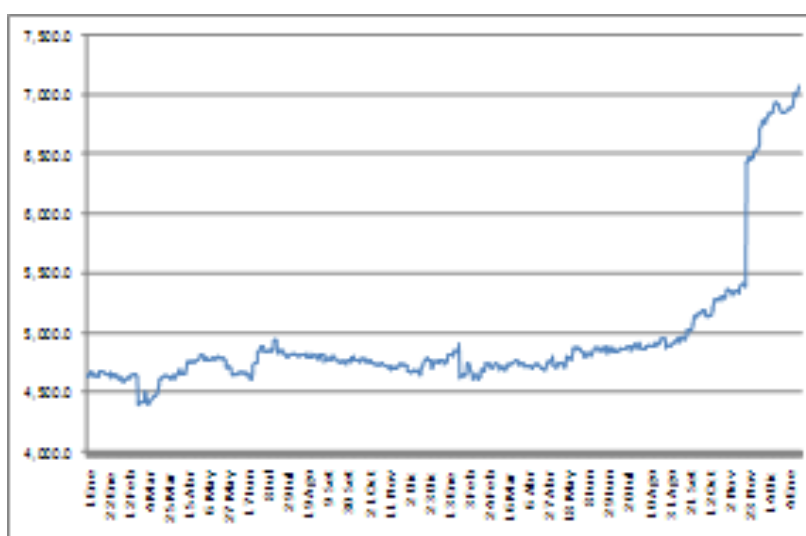
que doce meses atrás, situación que claramente tuvo un impacto sobre la base monetaria, la cual para finales del año 2012 crecía al ritmo del 17%, la cifra más alta de los últimos 24 meses.

Esta situación presenta una importante disyuntiva para el Banco Central, ya que, en caso de que los agregados monetarios continúen creciendo a este ritmo, producto de la respuesta del Banco Central ante el flujo de capitales del exterior, la meta de inflación estimada para el año 2013 podría verse comprometida. En este sentido, el Banco Central tendrá que evaluar la opción de esterilizar o no, parte de los recursos emitidos producto de la defensa de la banda ante la llegada de los flujos de capital provenientes del exterior

y de la emisión de eurobonos. En caso de que la opción del Banco Central sea esterilizar parte de los recursos, tendría que emitir títulos de deuda y captar colones, lo que reduciría la fuerza con la que se encuentra disminuyendo la tasa de interés en colones actualmente. Pero eso tendría el efecto de aumentar nuevamente el diferencial de tasas de interés y atraer más capitales de cartera.

Este flujo de dólares hacia el país ha incrementado notablemente las reservas monetarias internacionales (Gráfico 13), no obstante existen cerca de 1.000 millones de dólares provenientes del endeudamiento externo del gobierno, parte de los que deben ser convertidos a colones para cubrir las necesidades de gasto del Ministerio de Hacienda. De no esterilizarlos, el Banco Central estaría monetizando el déficit fiscal.

GRÁFICO 13. RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES NETAS EN EL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA (MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Durante el último trimestre del 2012, el volumen de recursos que se transan en el Mercado Integrado de Liquidez es bastante mayor al observado a lo largo del año, lo que indica que las instituciones financieras se encuentran manejando un volumen considerable de liquidez de corto plazo; inclusive, el saldo promedio de las transacciones realizadas en la primera quincena de enero del 2013, supera cualquier saldo promedio mensual registrado en los últimos doce meses (véase el Gráfico 14).

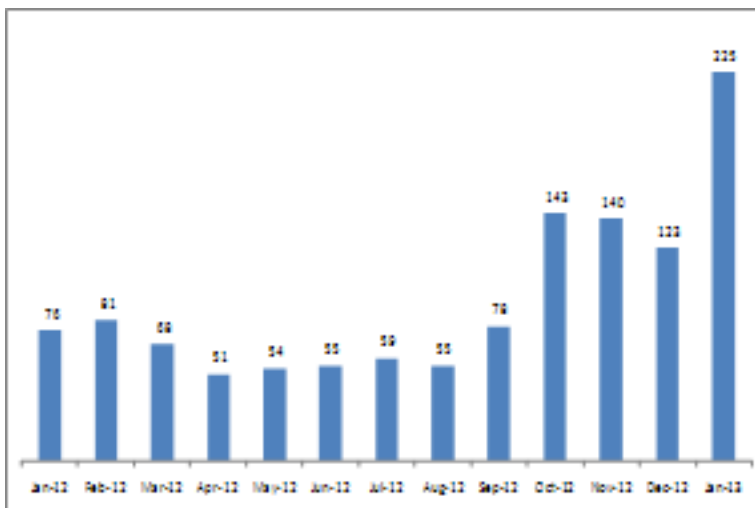
En los últimos meses se están movilizand por medio de las subastas de contracción de liquidez sumas muy considerables de recursos, en donde el Banco Central ha recogido en promedio

en el mes de diciembre cerca de 145 mil millones de colones, y únicamente en la primera quincena de enero esa cifra supera los 234 mil millones de colones. Con este tipo de operaciones el Banco Central puede extraer liquidez temporalmente de la economía y mantener las tasas de interés según parámetros preestablecidos. Sin embargo, la pregunta aquí sería *¿porqué decidió el Banco Central incrementar su participación en el mercado de liquidez por medio de subastas de contracción, siendo el tema del incremento de la tasa de interés un problema para la economía?* La respuesta podría estar en el flujo de capitales desde el exterior y la actual posición del mercado cambiario.

Durante el cuarto trimestre del 2012, específicamente entre septiembre y octubre, se dio un ingreso de dólares al país, que a la fecha no ha mermado, obligando al Banco Central a defender la banda inferior del tipo de cambio y por ende a emitir cerca de 115 mil millones en septiembre, 100 mil millones en octubre, 109 mil millones en noviembre,

238 mil millones en diciembre y 118 mil millones en la primer quincena de enero, lo que ha llevado al Banco Central a ejercer un mayor control sobre la liquidez de corto y mediano plazo, utilizando en mayor medida las operaciones de mercado abierto y las subastas de contracción de liquidez, tal y como se mencionó anteriormente.

GRÁFICO 14. SALDOS PROMEDIO MENSUALES DE TRANSACCIONES DIARIAS MERCADO INTEGRADO DE LIQUIDEZ (MIL)



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Disyuntiva del Banco Central

Bajo este escenario, la actuación del Banco Central en meses pasados produjo estabilidad momentánea mientras el flujo de capitales ingresaba al país desde el último trimestre del 2012.

Eso plantea una disyuntiva importante, sobre el impacto en la tasa de interés y la inflación de inyectar o recoger liquidez. En caso de que el Banco Central continúe con un control importante sobre la liquidez, enfocado en la meta de inflación, afectará las tasas de interés con el consecuente aumento del premio por invertir en colones y el estímulo a la inversión de cartera, con efectos sobre la actividad económica y la estabilidad del sistema financiero.

Por otro lado si el Banco Central permite una mayor flexibilidad en el medio circulante y no interviene en el mercado controlando la liquidez,

el impacto en los niveles de precios podría observarse en el mediano plazo, haciendo que las metas propuestas para el año 2013 no se cumplan. y la actual posición del mercado cambiario.

Analicemos un poco esto, durante el cuarto trimestre del 2012, específicamente entre septiembre y octubre, se dio un ingreso de dólares al país, que a la fecha no ha mermado, obligando al Banco Central a defender la banda inferior del tipo de cambio y por ende a emitir cerca de 115 mil millones en septiembre, 100 mil millones en octubre, 109 mil millones en noviembre, 238 mil millones en diciembre y 118 mil millones en la primer quincena de enero, lo que ha llevado al Banco Central a ejercer un mayor control sobre la liquidez de corto y mediano plazo, utilizando en mayor medida las operaciones de mercado abierto y las subastas de contracción de liquidez, tal y como se mencionó anteriormente.