

Revisión Programa Macroeconómico 2016-2017

Junta Directiva

Presidente

Olivier Castro Pérez

Ministro de Hacienda

Helio Fallas Venegas

Directores

Jorge Alfaro Alfaro

Silvia Charpentier Brenes

Victoria Eugenia Hernández Mora

Marta Eugenia Soto Bolaños

Juan Rafael Vargas Brenes

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	2
2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA DEL PRIMER SEMESTRE DE 2016	7
2.1. Economía internacional	7
2.2. Economía nacional.....	10
2.2.1. Inflación.....	10
2.2.2. Actividad económica y empleo	12
2.2.3. Balanza de pagos	16
2.2.4. Finanzas públicas.....	18
Recuadro 1. El resultado financiero del Banco Central de Costa Rica
y la sostenibilidad de una inflación baja y estable	20
2.2.5. Agregados monetarios, crédito, tasas de interés y tipo de cambio	24
Recuadro 2. El tipo de cambio real y sus determinantes.....	27
2.2.6. Estabilidad del Sistema Financiero Nacional	29
3. REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2016-2017	31
3.1. Objetivos y medidas de política.....	31
3.2. Proyecciones macroeconómicas 2016-2017	33
3.3. Balance de riesgos.....	40
Recuadro 3. Efectos del déficit fiscal sobre la estabilidad macroeconómica	41

REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2016-2017¹

1. INTRODUCCIÓN

Este documento² analiza la situación económica durante el primer semestre de 2016 y presenta las proyecciones macroeconómicas para los siguientes 18 meses, coherentes con la revisión del marco de política monetaria, necesario para el cumplimiento de los objetivos asignados al Banco Central.

El compromiso institucional con la estabilidad interna de la moneda nacional ha requerido de un proceso gradual de reducción de la inflación, que trasciende el período en comentario y ha quedado de manifiesto en niveles bajos de inflación³ y en una mejora paulatina de la credibilidad de los agentes económicos en las acciones de política monetaria.

Es conocido que una inflación baja y estable facilita el cálculo económico para la toma de decisiones de ahorro e inversión, con efectos favorables sobre el crecimiento económico; promueve la estabilidad de otros macroprecios (tasas de interés, tipo de cambio y salarios); reduce la pérdida de poder de compra, particularmente para grupos de bajos ingresos; y crea un entorno apropiado para que otras áreas de la política económica generen resultados compatibles con la mejora en el bienestar de la población.

Dado que la economía costarricense es pequeña y abierta a los flujos comerciales y financieros, el Banco Central consideró que su meta de inflación debe buscar la convergencia hacia la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales del país, estimada en 3%⁴.

El Programa Macroeconómico 2016-2017, aprobado el pasado mes de diciembre, contempló una disminución de un punto porcentual (p.p.) en la meta de inflación, ubicándola en 3% \pm 1 p.p. Con esta decisión estableció un objetivo de largo plazo y, en el tanto éste sea creíble para la sociedad, los procesos de formación de precios y las decisiones de ahorro e inversión se realizarán con base en este valor.

¹ Aprobada por la Junta Directiva en el artículo 7 del acta de la sesión 5731-2016, del 26 de julio de 2016.

² El inciso b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica establece el compromiso de publicar el programa monetario. A partir de 2007 este informe es denominado Programa Macroeconómico, cuya coherencia es analizada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT); mayor detalle en “*El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio*”, DIE-08-2008.

Este documento atiende, además, lo dispuesto en el literal f) de ese artículo 14, de publicar en enero y julio el informe sobre la evolución de la economía en el semestre previo.

³ La inflación promedio fue 18,9% en el lapso enero 1983-noviembre 1995; 11,9% de diciembre 1995 a abril de 2009 y 4,1% entre mayo de 2009 y junio de 2016.

⁴ Mayor detalle en “*Inflación de socios comerciales como referencia para la meta de inflación en Costa Rica*”, DIE-22-2012. El Banco Central revisa periódicamente este parámetro.

En esa publicación el Banco Central reconoció que, por factores ajenos a su postura de política monetaria, como los bajos niveles de precios internacionales de materias primas, existía una alta probabilidad de que la inflación estuviera, en el 2016, por debajo del límite inferior de ese rango meta.

Efectivamente, en el primer semestre del año la inflación estuvo desviada de la meta; sus tasas fueron negativas. Esta condición respondió, en buena medida, a bajos precios internacionales de materias primas, en especial del petróleo. Diluido ese efecto, es previsible, en 2017, el retorno gradual de la inflación al rango objetivo, por cuanto las presiones inflacionarias por el lado de la demanda no exceden ese objetivo y las expectativas de inflación por 15 meses consecutivos han estado en ese rango.

En general, los macroprecios presentaron relativa estabilidad, en un entorno de recuperación económica y de un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos financiado con recursos externos de mediano y largo plazo (inversión directa).

En la primera mitad de 2016 el Banco Central mantuvo su Tasa de política monetaria (TPM) en 1,75%⁵, al considerar que los efectos esperados de factores internos y externos sobre la inflación y sus expectativas no requerían modificar ese valor; además, no había concluido la transmisión, hacia el resto de tasas de interés del sistema financiero, de los cambios acordados en 2015 en esta tasa de referencia.

Esa transmisión continuó a lo largo del semestre, aunque en menor ritmo al observado en meses previos. En este contexto de reducción de tasas de interés (tendieron a estabilizarse hacia finales del período), el Ministerio de Hacienda pudo financiarse localmente. Ello denota que la disponibilidad de fondos prestables en la economía fue suficiente para atender ese requerimiento y la demanda de recursos del sector privado.

Por su parte, el colón acumuló una depreciación de 2,1% (al 26 de julio último, con base en el tipo de cambio promedio del Mercado de monedas extranjeras, Monex). Las presiones al alza en el tipo de cambio iniciaron en noviembre pasado, pero fueron más evidentes en el lapso mayo-julio de 2016. Ello fue consecuente, entre otros, con: i) un sector privado con menor superávit de divisas; ii) demanda por importaciones acorde con el mayor nivel de actividad económica; iii) intermediarios cambiarios que acumularon posición en moneda extranjera y; iv) mayores requerimientos netos del sector público no bancario (SPNB), ante el menor flujo neto de endeudamiento externo del Gobierno y precios de hidrocarburos en aumento.

⁵ En 2015 aprobó ocho reducciones en su TPM, siendo la última de 50 puntos base (p.b.); ubicándola en 1,75% a partir del 4 de enero de 2016.

Precisamente, este año el Banco Central utilizó en mayor medida las divisas disponibles para SPNB, acumuladas en períodos previos cuando la disponibilidad de divisas en el mercado cambiario costarricense era superior, producto de la mejora en términos de intercambio y del uso por parte del Ministerio de Hacienda de recursos de la colocación de títulos en mercados internacionales. Ello fue realizado al amparo de lo dispuesto por la Junta Directiva en junio de 2014, cuando consideró que el tamaño de las transacciones del SPNB ameritaba que el Banco Central gestionara en el Monex esa demanda según las condiciones del mercado cambiario, y no de manera contemporánea.

El crecimiento de la economía costarricense fue 4,4% (tendencia-ciclo) en este primer semestre, superior al de un año atrás y a la tasa media de sus principales socios comerciales. Esta expansión estuvo sustentada en el aporte positivo de la demanda interna, principalmente del gasto en consumo final de los hogares, así como por la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios. Si bien prevalecen condiciones de holgura en la economía y en el mercado laboral, las estimaciones señalan que esa capacidad ociosa ha disminuido gradualmente.

La mejora en el resultado en cuenta corriente (-1,0% del PIB al primer semestre de 2016, -1,5% un año antes) respondió al mayor superávit en el balance de servicios y a la reducción en el déficit en la cuenta de bienes. Aun cuando esa brecha fue financiada con recursos de largo plazo, en especial de inversión directa, los menores flujos financieros netos hacia el sector público y a la banca comercial llevaron al uso de EUA\$66 millones de Reservas internacionales netas (RIN). En este período el Banco Central no adquirió divisas al amparo del programa de compra de reservas autorizado por la Junta Directiva (EUA\$1.000 millones como máximo en el bienio 2016-2017).

De acuerdo con la evolución de los indicadores monetarios y crediticios, éstos no incubaron presiones en exceso al objetivo inflacionario. Sin embargo, el Banco Central estima necesario llamar la atención acerca de: i) la existencia de excesos de liquidez en el sistema financiero, los cuales si bien disminuyeron recientemente, son recursos que continúan en instrumentos de muy corto plazo y podrían canalizarse, fácilmente, a gasto y; ii) el riesgo que introduce a la estabilidad del sistema financiero y, por ende a la estabilidad macroeconómica, la concesión de crédito en moneda extranjera a agentes cuya principal fuente de ingreso es en colones.

De esta manera, la economía costarricense continuó en la fase de crecimiento en un contexto de relativa estabilidad de los macroprecios (inflación, tipo de cambio, tasas de interés y salarios), pese a los riesgos que la creciente deuda pública (60,4% del PIB en junio de 2016) introduce a la estabilidad macroeconómica.

Estos resultados fueron posibles en un entorno internacional caracterizado por: i) un ritmo moderado de crecimiento de la actividad global, pero heterogéneo entre países y regiones;

ii) bajos niveles de inflación, principalmente en economías avanzadas; iii) políticas monetarias laxas en naciones avanzadas y en algunas emergentes; iv) tendencia al alza en precios de materias primas, aunque en niveles inferiores a los de 2015 y a los previstos en la programación macroeconómica de diciembre pasado y; v) aumento en la volatilidad en mercados financieros a inicios y finales del semestre, influidos por la incertidumbre acerca de la recuperación económica mundial y los efectos de la salida de Reino Unido de la Unión Europea, con incidencia inmediata en monedas, precios de instrumentos financieros y de algunas materias primas.

Así, consecuente con lo definido en el Plan Estratégico del Banco Central, la revisión del Programa Macroeconómico 2016-2017 mantiene la meta de inflación en $3\% \pm 1$ p.p., aún previendo que la inflación presentaría valores positivos (pero bajos) en el segundo semestre del año y que retornaría al rango meta hasta inicios de 2017. Es decir, los desvíos en el cumplimiento de esa meta estarían influidos por choques de oferta y serían transitorios.

En un entorno de crecimiento moderado de nuestros principales socios comerciales para el bienio 2016-2017, condiciones laxas de liquidez internacional e incrementos moderados y ordenados en el precio internacional de materias primas, las proyecciones macroeconómicas para este lapso contemplan lo siguiente:

- i) La economía costarricense crecería 4,2% en 2016 y 4,3% en 2017, impulsada principalmente por la demanda interna; estas proyecciones están asociadas a un déficit en cuenta corriente de 4,2% y 4,4% del PIB, respectivamente. Si bien la brecha en cuenta corriente sería financiada con recursos externos de largo plazo, las estimaciones disponibles señalan que los flujos totales de ahorro externo neto (corto y largo plazo) previstos para los próximos 18 meses podrían requerir como complemento el uso de RIN.
- ii) El déficit financiero del Gobierno Central alcanzaría niveles de 6,0% y 6,5% del PIB en el 2016⁶ y 2017, en ese orden. El presente ejercicio no contempla efectos de una eventual aprobación legislativa de proyectos de ajuste tributario; si ello ocurriera el Banco Central evaluará sus efectos y la procedencia de modificar su programación macroeconómica.

Por su parte, el Banco Central generaría un déficit financiero (0,6% del PIB para 2016 y 2017) dos décimas inferior al observado en 2015; en tanto, el superávit del resto del sector público no financiero sería de 1,0% y 0,5% del PIB, respectivamente.

⁶ Dado el comportamiento de los ingresos y gastos del Gobierno Central durante el I semestre de este año, el Banco Central estima que esta brecha podría ubicarse en torno a 5,7% del PIB.

El financiamiento del déficit fiscal acentuaría el comportamiento creciente de la deuda pública y constituye el principal riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas y por ende, para la estabilidad macroeconómica del país. La competencia por fondos en el mercado local restringiría la disponibilidad de recursos para el sector privado y limitaría el margen de acción del Banco Central.

- iii) La evolución de los agregados monetarios, consecuente con el nivel de actividad económica, la meta de inflación y el incremento gradual en el grado de profundización financiera, dado el financiamiento del Fisco, permitiría crecimientos del crédito total al sector privado en torno a 8% y 9% en el bienio 2016-2017, en ese orden.

Este panorama requiere que el Banco Central continúe vigilante del comportamiento de los determinantes de la inflación y sus expectativas, para modificar de manera oportuna la postura de política monetaria, dado el rezago con que ésta opera. Ello significa el eventual uso de instrumentos como la TPM y la aplicación de medidas para mejorar el canal de transmisión de su política monetaria, específicamente en favor de la desdolarización financiera y de agilizar su función como prestamista de última instancia.

Además, continuará con una gestión activa de la deuda, manteniendo la coordinación con el Ministerio de Hacienda. Es claro que el compromiso del Banco Central es el control de la inflación.

Finalmente, con el fin de mejorar el proceso de formación de los macroprecios, el Banco Central procurará aumentar la información disponible al público (mercado cambiario, sistema de pagos, entre otros) y revisará la operativa de los mercados de negociación en los que participa.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA DEL PRIMER SEMESTRE DE 2016

2.1. Economía internacional

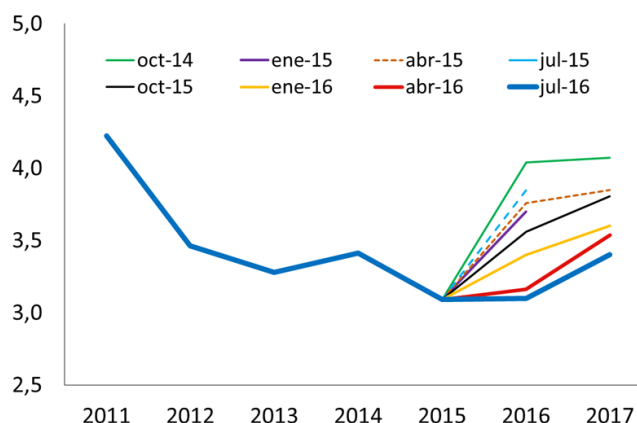
Durante el primer semestre de 2016 el ritmo de crecimiento de la economía mundial fue moderado, aunque heterogéneo entre países y regiones. En ese contexto, los organismos financieros internacionales (entre ellos el Fondo Monetario Internacional, FMI) y los bancos centrales de distintos países revisaron sus proyecciones de crecimiento a la baja.

En las economías avanzadas⁷, si bien la estadounidense lideró la recuperación, dominó un alto grado de incertidumbre ante los resultados recientes en crecimiento y el temor a las implicaciones negativas de un alza prematura en las tasas de interés del Sistema de la Reserva Federal de ese país. Además, incidió el bajo desempeño de la Zona del euro y Japón y, hacia finales del semestre, la salida de Reino Unido de la Unión Europea, que sorprendió a los mercados financieros internacionales.

Particularmente, al segundo trimestre de 2016 Estados Unidos creció 1,2% en términos anualizados (0,8% el trimestre previo), dado el dinamismo del consumo de los hogares (4,2% contra 1,6% en el primer trimestre) y de las exportaciones, principalmente de bienes. Por su parte, la Zona del euro registró una variación interanual de 1,6% (relativamente estable en relación con las tasas de trimestres previos).

Por su parte, las economías de mercados emergentes y en desarrollo aminoraron su ritmo de crecimiento, aunque los indicadores de corto plazo dan indicios de que esta desaceleración ha moderado, en parte por políticas de estímulo en países como China y Rusia y el incremento reciente en los precios de materias primas.

Gráfico 1. Evolución de proyecciones crecimiento mundial
-variación porcentual -



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Fondo Monetario Internacional.

⁷ Señaló el FMI, en la *Actualización de las Perspectivas de la economía mundial*, del pasado 19 de julio, que el crecimiento de la productividad en la mayoría de economías avanzadas continuó lento y la inflación permaneció por debajo de la meta, ante la holgura en su capacidad de producción.

Las economías latinoamericanas y del Caribe presentaron mayor heterogeneidad en crecimiento que en años previos. Aquellas productoras de materias primas continuaron el proceso de ajuste, ante el choque negativo en sus términos de intercambio (Chile, Perú y Colombia, por ejemplo); ello llevó a menor crecimiento, más inflación y depreciación de sus monedas. Estas consecuencias, presentes también en Brasil, fueron exacerbadas por problemas políticos; la contracción económica fue de 5,4% al primer trimestre del año. Por su parte, Centro América, cuya tasa media de crecimiento fue de 4%, continuó beneficiándose de los bajos precios de materias primas y del impulso de la economía estadounidense.

En materia de inflación, la desaceleración de la demanda externa aunada a los bajos precios de materias primas (en especial hidrocarburos y granos básicos) explican la ausencia de presiones inflacionarias a nivel mundial. Así, los bancos centrales de economías avanzadas mantuvieron la política monetaria laxa. Por el contrario, el deterioro en los términos de intercambio en países latinoamericanos productores de materias primas depreció sus monedas, con la consecuente aceleración en la inflación; en estas circunstancias aplicaron medidas monetarias restrictivas.

Particularmente los principales socios comerciales de Costa Rica promediaron una inflación interanual de 1,8% en el lapso enero-mayo de 2016, 2,3 p.p. superior a la tasa media de inflación local (-0,53%)⁸.

Por su parte, los mercados financieros internacionales iniciaron este año con mayor volatilidad, en buena medida asociada con la incertidumbre sobre el desempeño de la economía global (en especial de China luego de la caída de sus índices bursátiles en 2015 y el deterioro de sus indicadores de actividad económica).

En los siguientes meses la volatilidad en estos mercados disminuyó, ante nuevas medidas de estímulo monetario en la Zona del euro, Japón y China, por ejemplo, así como por perspectivas de mayor gradualidad para el incremento de tasas de interés en Estados Unidos. Además, la recuperación en los precios de materias primas⁹ mejoró, en alguna medida, el ingreso de países productores, reduciendo la percepción de sus riesgos financieros.

⁸ La brecha con respecto a la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales fue de 3,53 p.p.

⁹ Ante el descenso del exceso en la oferta mundial de petróleo. Incidió por un lado la desaceleración gradual en la producción de naciones fuera de la Organización de países exportadores de petróleo y las interrupciones en la oferta de Nigeria y Canadá (problemas políticos e incendios forestales).

Hacia finales del semestre la volatilidad en los mercados financieros subió, ante la incertidumbre sobre las consecuencias del resultado del referendo que favoreció la salida de Reino Unido de la Unión Europea (23 de junio). La mayor aversión al riesgo quedó de manifiesto en una sobre reacción en las principales monedas e incrementos en precios de activos considerados de “refugio”, como el oro y los bonos estadounidenses y alemanes. Estos movimientos han tendido a disiparse, sin llegar a los niveles previos al referendo.

Gráfico 2. Índice de volatilidad financiera: VIX



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de Bloomberg.

El proceso de salida de Reino Unido de la Unión Europea será gradual y está en una etapa incipiente. El FMI en la *Actualización de las Perspectivas de la economía mundial* reconoció que es prematuro precisar las implicaciones de esta decisión, en el tanto responderán a la duración de las negociaciones comerciales de Reino Unido con el resto del mundo y a la incidencia que ello tenga sobre el sistema financiero. La reciente revisión a la baja en el crecimiento mundial realizada por este organismo (una décima anual en 2016-2017) consideró el debilitamiento en los niveles de inversión, ante la incertidumbre que introdujo esta decisión, estimando el efecto de mayor cuantía para Reino Unido (redujo dos décimas en 2016 y casi 1 p.p. en 2017, en buena medida por el debilitamiento de su demanda interna).

El FMI consideró que los efectos directos de esa decisión sobre América Latina y el Caribe serán bajos, dado que el vínculo comercial es poco (alrededor de 1,0% de las exportaciones de la región son a Reino Unido); sin embargo no descartan efectos indirectos provenientes del resto del mundo y de la volatilidad en el “sentimiento” de los inversionistas. Es posible hacer extensiva esta conclusión a Costa Rica, en el tanto al primer trimestre del año las ventas a Reino Unido representaron 2,1% del total exportado, las importaciones desde esa región alcanzaron 0,8% del total de compras externas y, de los turistas que ingresaron al país, 2,3% provino del Reino Unido.

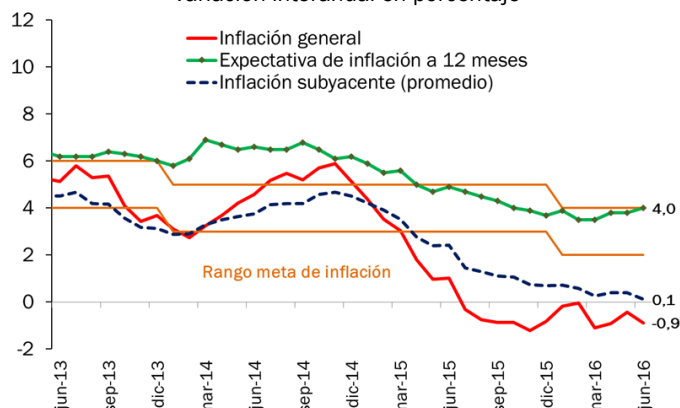
2.2. Economía nacional

2.2.1. Inflación

En junio de 2016 la inflación fue -0,9%, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC)¹⁰, registrando así 12 meses consecutivos con tasas de variación negativas¹¹.

Valores por debajo del rango meta de inflación (3% \pm 1 p.p.) fueron previstos en la formulación del Programa Macroeconómico 2016-2017, en el tanto el Banco Central reconoció la existencia de efectos asociados a los bajos precios internacionales de materias primas (inflación importada¹²). Además, en la primera mitad del año, disminuyó el precio de los bienes y servicios regulados (combustibles para vehículo y agua¹³) y hubo una relativa estabilidad cambiaria. Así, el resultado de la inflación en este lapso respondió a choques de oferta y no a medidas restrictivas de política monetaria¹⁴.

Gráfico 3. Inflación: general, subyacente¹ y expectativas
-variación interanual en porcentaje-



^{1/} Promedio simple de IEV, IMT, IRV, IRP e IEF.

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

¹⁰ De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censos, según estructura de consumo por niveles de ingreso de los hogares a esa fecha, la inflación interanual fue -1,5%, -1,0% y -0,5% para familias de ingresos bajos, medios y altos, respectivamente (acumuladas de -0,5%, -0,1% y 0,4%, en igual orden). Mayor detalle en <http://www.inec.go.cr/economia/temas-especiales-de-economia>: *Variación de precios por estrato de ingreso de los hogares*.

¹¹ Costa Rica no experimenta un proceso deflacionario, en el tanto ello requiere que la caída en el nivel general de precios sea originada en recesión económica y generalizada (en el lapso julio 2015-junio 2016, en promedio, el 57% de los precios de la canasta del IPC no mostró reducciones).

¹² Si bien de febrero a mayo los precios de granos básicos y petróleo aumentaron, sus niveles son inferiores a los registrados un año atrás y a lo contemplado en la programación macroeconómica. Por ejemplo, el precio promedio por barril de cóctel de hidrocarburos fue de EUA\$49 en el primer semestre de 2016 (EUA\$68 un año atrás, en tanto lo previsto fue EUA\$57 para el semestre).

¹³ A junio de 2016 la variación interanual de estos rubros fue -20% y -18,6%, respectivamente.

¹⁴ En el 2015 el Banco Central autorizó ocho reducciones en su TPM que acumularon 350 puntos base (p.b.).

La inflación subyacente¹⁵, indicador de la inflación de largo plazo y sobre el cual la política monetaria tiene influencia, fue de 0,4% en promedio en el lapso enero-junio 2016 (2,1% en el 2015), lo cual es señal de ausencia de presiones de demanda sobre los precios.

Por su parte, las expectativas de inflación han estado por 15 meses consecutivos dentro del rango objetivo, lo cual denota la mejora en la credibilidad de los agentes económicos en las medidas monetarias del Banco Central.

De manera prospectiva, en el tanto disminuyan los efectos de la baja inflación importada, los determinantes de la inflación de largo plazo (agregados monetarios y crediticios) y de corto plazo (expectativas de inflación y brecha del producto) evolucionan de manera coherente con la convergencia gradual de la inflación al rango meta definido en este Programa. El Banco Central no anticipa tensiones adicionales de demanda. Las estimaciones señalan que existe una alta probabilidad de que la inflación presente valores interanuales positivos, pero bajos, en el segundo semestre de 2016, y que retorne al rango meta hasta inicios del próximo año.

Cuadro 1. IPC: Indicadores de precios

- variación interanual en % a junio -

	2015	2016	Ponderaciones
			jun-15
IPC	1,0	-0,9	
Regulados	-4,9	-5,5	16
Combustibles	-19,6	-18,6	
Resto	-0,2	-1,7	
No Regulados	2,7	0,0	84
Bienes	-0,5	-3,0	53
Servicios	2,4	1,6	47
Subyacente ^{1/}	2,4	0,1	

^{1/} Promedio simple de IEV, IMT, IRV, IRP e IEF.

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

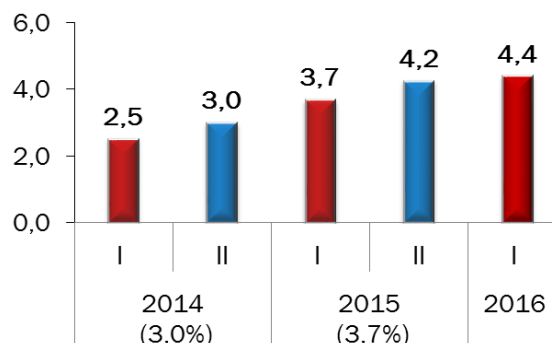
¹⁵ Por lo general excluye variaciones de precios por choques de oferta. Este indicador es aproximado por la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad (IEV), media truncada (IMT), reponderación por volatilidad (IRV), reponderación por persistencia (IRP) y exclusión fija de agrícolas y combustibles (IEF). Ver <http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos> *Indicadores de inflación subyacente, base junio 2015*.

2.2.2. Actividad económica y empleo

La actividad económica local, medida con la tendencia ciclo del PIB real, creció 4,4% en el primer semestre de 2016 (0,7 p.p. mayor que un año atrás). En este aumento incidió el aporte positivo de la demanda interna, principalmente del gasto en consumo final de los hogares, así como la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios.

Por el lado de la oferta, el crecimiento del PIB estuvo liderado por las industrias de servicios; destacó, además, la recuperación de la manufactura y de la actividad agropecuaria, efectos atenuados por la contracción de la construcción. En particular:

Gráfico 4. Producto Interno Bruto real ^{1/}
-variación % interanual (tendencia ciclo)-

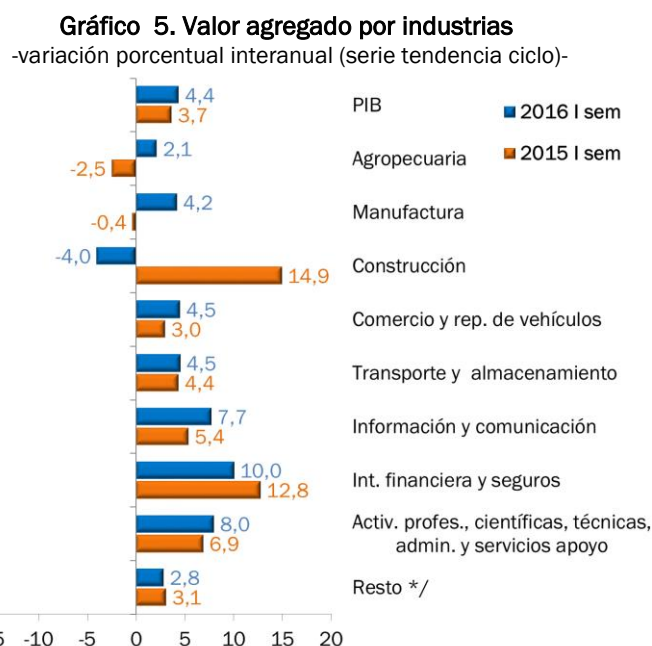


^{1/} Preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- i) Los servicios profesionales, científicos, técnicos, administrativos y servicios de apoyo a empresas aumentaron 8,0% (6,9% un año atrás), principalmente los relacionados con consultoría en gestión financiera, recursos humanos y comercialización, centros de llamadas y publicidad.
- ii) Comercio y reparación de vehículos creció 4,5% (3,0% en 2015), principalmente ante la mejora en la demanda interna. El máximo aporte provino de la venta de automóviles, alimentos y productos textiles y la mayor demanda por revisión de vehículos, ante el aumento del parque vehicular.
- iii) Los servicios financieros y seguros crecieron 10% (12,8% en 2015), particularmente los provistos por el sistema bancario, dado el incremento en el crédito al sector privado, la captación de ahorro a plazo y a la vista y el aumento en los ingresos por comisiones cobradas por el uso tarjetas de débito y crédito y por operaciones cambiarias.
- iv) En el resto de servicios destacaron los de salud (médicos y odontológicos) y educación, los hogares en calidad de empleadores y las actividades artísticas de entretenimiento y recreativas (deportivos y artísticos).

- v) La manufactura creció 4,2% (-0,4% en 2015), por la mayor actividad de empresas adscritas a regímenes especiales de comercio relacionadas con la venta de equipo e implementos médicos y preparados de jugos. Este resultado fue reforzado por el desempeño de empresas del régimen definitivo dedicadas a la producción de bebidas malteadas, aparatos y suministros eléctricos y prendas de vestir.



*/ Incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, alojamiento, servicios de comida, inmobiliarias, administración pública, salud y educación, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- vi) La recuperación en la actividad agropecuaria (2,1% contra -2,5% un año atrás) obedeció a mejores condiciones climatológicas¹⁶, que permitieron aumentar la producción exportable de banano (16,4%) y de café (19,8%), principalmente. En ambos casos influyó, además, el ingreso a producción de áreas en proceso de renovación.
- vii) Por su parte, la construcción cayó 4,0% (creció 14,9% en 2015) tanto por obras con destino privado como público. En las actividades privadas (-2,1%) incidieron los proyectos de tipo comercial¹⁷ y residencial. Si bien la construcción con destino público disminuyó¹⁸, lo hizo a menor ritmo que el año previo (-3,0% contra -5,2% un año atrás), por la ejecución de obras de mejora del sistema de distribución, comercialización y alumbrado público; reconstrucción de la planta hidroeléctrica Ventanas, continuación del proyecto hidroeléctrico Nuestro Amo e inicio de Brasil II; así como el avance en obras portuarias en la Vertiente Atlántica (dragado y rompe olas) y en obras de infraestructura vial.

¹⁶ En 2015 el patrón climatológico El Niño Oscilación Sur afectó negativamente esta actividad.

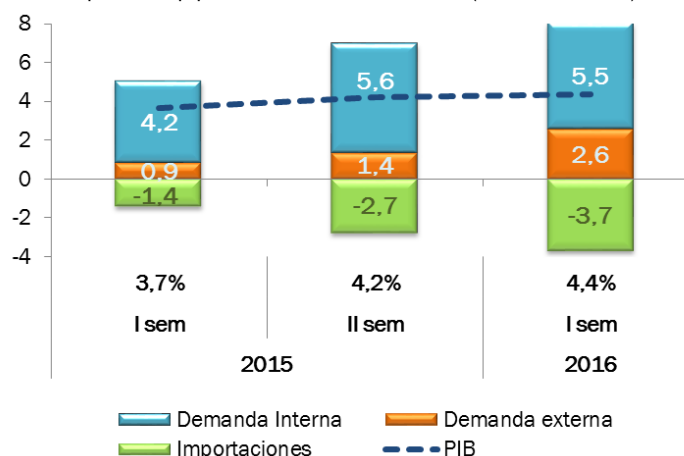
¹⁷ Incidió el efecto base en 2015 de la conclusión del City Mall.

¹⁸ Influido por el efecto base en 2015 del mayor grado de ejecución del proyecto hidroeléctrico Reventazón.

Según componentes del gasto, en el primer semestre de 2016 la mayor contribución al PIB real provino de la demanda interna, aunque la demanda externa recuperó y aumentó su aporte en 1,2 p.p. respecto a igual lapso de 2015.

En el crecimiento de la demanda interna fue determinante el gasto final de los hogares, seguido por la formación bruta de capital y el consumo de Gobierno General.

Gráfico 6. Contribución a PIB real según componentes del gasto
-aporte en p.p. a la variación interanual (tendencia ciclo)-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El consumo de los hogares aumentó 4,7% (0,7 p.p. más que en 2015), y puso de manifiesto, principalmente, la compra de bienes de origen importado (vehículos, electrodomésticos y productos alimenticios) y de servicios producidos por la industria financiera, restaurantes y empresas inmobiliarias. Ello es consecuente con la mejora en los términos de intercambio (5,5%) y su efecto sobre el ingreso disponible (5,5%), además de condiciones favorables de acceso al financiamiento bancario.

La formación bruta de capital fijo creció 0,2% (10,2% en 2015). El menor crecimiento fue coherente con la conclusión en 2015 de proyectos de inversión privada (comerciales) y la mayor ejecución de obras de generación eléctrica (pública) en ese año, efectos parcialmente compensados por el incremento de inversión en maquinaria y equipo de origen importado (vehículos de carga, de transporte de pasajeros y equipo para generación de energía eólica).

El gasto en consumo de Gobierno, por su parte, creció 1,7% (2,4% el año previo). En este lapso el Gobierno continuó la política de contención del gasto, apoyada en la ejecución de la Directriz Presidencial 023-H (relativa al empleo público, de abril de 2015) y en la disminución de compras de bienes y servicios.

La demanda externa por bienes y servicios creció 8,0% (2,7% en 2015) ante el buen desempeño de las exportaciones de bienes (8,6%) y servicios (7,1%) vinculados a centros de llamadas y turismo receptor. En los bienes destacaron: equipo e implementos médicos, frutas, legumbres y hortalizas en conserva y banano, este último influido negativamente en 2015 por el patrón climatológico El Niño Oscilación Sur (ENOS).

Las importaciones de bienes y servicios aumentaron 10,2% (3,9% en el 2015). Particularmente, las de bienes (9,9%) estuvieron vinculadas a la adquisición de bienes de capital para las industrias de transporte y manufactura; adicionalmente, hubo un impulso en bienes de consumo, específicamente, vehículos y en menor medida, productos textiles, calzado, productos alimenticios y farmacéuticos. Por su parte, las compras de servicios crecieron 12,5%, en especial los relacionados con transporte y viajes.

Finalmente, al primer trimestre de 2016 la tasa neta de participación fue de 58,6%, y continuó el comportamiento decreciente de este indicador, ante la reducción de la población económicamente activa (PEA), tanto en personas ocupadas

Cuadro 2. Indicadores de empleo ^{1/}

	Población de 15 años o más	Fuerza de trabajo	Tasa neta participación (%)	Ocupados	Desocupados	Tasa de desempleo (%)
I 2015	3.692.461	2.282.882	61,8	2.051.208	231.674	10,1
II 2015	3.709.802	2.305.296	62,1	2.087.363	217.933	9,5
III 2015	3.724.327	2.273.317	61,0	2.063.117	210.200	9,2
IV 2015	3.739.173	2.242.919	60,0	2.027.518	215.401	9,6
I 2016	3.754.695	2.201.957	58,6	1.992.741	209.216	9,5

1/ Cantidad de personas.

Tasa de participación: Fuerza de trabajo/Población en condición de actividad.

Tasa de ocupación: Ocupados/Población en condición de actividad.

Tasa de desempleo: Desocupados/Fuerza de trabajo.

Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de la Encuesta Continua de Empleo del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

como desocupadas¹⁹, lo cual quedó de manifiesto en el aumento de personas inactivas. Este comportamiento explica, en buena medida, la reducción en la tasa de desempleo, que alcanzó 9,5% en el primer trimestre del año.

La ocupación registró una reducción interanual de 2,9%, concentrada en actividades de hogares como empleadores (37,9 mil personas) y “otras actividades económicas”, que incluye, por ejemplo, electricidad, agua, actividades financieras y de seguros, inmobiliarias, enseñanza, salud, artísticas y entretenimiento. Esto fue parcialmente compensado por aumentos en la ocupación en comercio (11,9 mil personas), comunicación y otros servicios (8,9 mil personas).

¹⁹ La mayoría corresponde a personas ocupadas (58,5 mil y 34,8 mil respecto al I y IV trimestres de 2015, en ese orden).

2.2.3. Balanza de pagos

Cifras preliminares al primer semestre del año ubican el déficit en cuenta corriente en 1,0% del PIB, inferior en 0,5 p.p. al registrado un año atrás. Esta brecha fue mayoritariamente atendida con recursos externos, toda vez que el saldo de reservas internacionales netas (RIN) disminuyó únicamente EUA\$66 millones. El saldo de RIN fue de EUA\$7.768 millones, equivalente a 13,6% del PIB (14,5% al término de 2015)²⁰.

En la mejora en el resultado en cuenta corriente dominó el mayor superávit, en conjunto, de las cuentas de bienes y servicios (EUA\$717 millones contra EUA\$276 millones un año atrás).

Si bien el balance de bienes fue deficitario en EUA\$2.443 millones, esa brecha fue menor a la del

2015. Las mayores ventas externas, particularmente de empresas de regímenes especiales, compensaron parcialmente el incremento en las importaciones, influidas por materias primas²¹ y bienes de capital en buena medida adquiridas por empresas amparadas a regímenes especiales (EUA\$190 millones).

Cuadro 3. Balanza de Pagos 1/

-millones de dólares-

	2015			2016
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem
I Cuenta corriente	-827	-1.555	-2.382	-576
% PIB	-1,5	-2,9	-4,4	-1,0
A. Bienes	-2.556	-3.324	-5.880	-2.443
Exportaciones FOB	4.839	4.565	9.404	5.259
Importaciones CIF	7.394	7.890	15.284	7.702
Hidrocarburos	613	609	1.221	537
B. Servicios	2.832	2.601	5.433	3.160
Viajes	1.583	1.199	2.782	1.818
C. Ingreso Primario	-1.291	-1.079	-2.370	-1.486
D. Ingreso Secundario	188	248	435	193
II Cuenta de Capital 2/	15	16	31	15
Préstamo neto (+) /				
Endeudamiento neto (-)	-812	-1.538	-2.350	-561
III Cuenta financiera	-1.882	-1.112	-2.994	-495
Sector Público	-1.261	-597	-1.858	48
Secto Privado	-621	-515	-1.136	-543
Inversión Directa	-1.509	-1.500	-3.009	-1.610
% PIB	-2,8	-2,8	-5,6	-2,8
IV Activos de Reserva	1.071	-427	644	-66

1/ Datos estimados para el I semestre de 2016.

2/ Agrupa, principalmente, remesas personales para formación de capital fijo y, en menor medida, condonaciones de deuda.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁰ Sin considerar ajustes por metodología de balanza de pagos (variaciones cambiarias y de precios) la reducción en el saldo de los activos de reserva sería de EUA\$46,7 millones.

Cabe indicar que el saldo de RIN al término del primer semestre de 2016 fue equivalente a 6,3 meses de las importaciones regulares de bienes previstas para 2016 en este ejercicio.

²¹ La factura petrolera disminuyó en EUA\$76 millones con respecto al I semestre de 2015, resultado de la reducción en el valor unitario del barril de hidrocarburos (el precio promedio en el primer semestre de 2015 fue EUA\$68 y de EUA\$49 un año después); este efecto fue parcialmente compensado por el aumento en la cantidad de barriles importados, entre otros factores, por la mayor la flota vehicular y el dinamismo en actividades económicas con uso intensivo de hidrocarburos.

El superávit en la cuenta de servicios registró una mejora con respecto a igual lapso del año previo y acumuló EUA\$3.160 millones, cifra que a manera de referencia permitió atender 1,3 veces la brecha negativa en la cuenta comercial de bienes. El turismo receptivo (14,8%), los servicios de apoyo empresarial (12,2%) y las actividades relacionadas con telecomunicaciones, informática y procesamiento de información (14,7%) explicaron esta mejora.

El mayor déficit en la cuenta de ingreso primario (EUA\$196 millones), correspondiente a la remuneración a factores productivos, puso de manifiesto los pagos netos por renta de la inversión directa (EUA\$154 millones) e intereses de deuda externa pública y privada.

Por su parte, los flujos netos de la cuenta financiera, tanto públicos como privados, registraron un ingreso de EUA\$495 millones, inferior en EUA\$1.387 millones con respecto a lo registrado un año atrás. Ello respondió, principalmente, al menor ingreso neto para el sector público principalmente desembolsos para el Gobierno²², toda vez que los flujos al sector privado disminuyeron EUA\$78 millones pese al incremento de aquellos dirigidos a la inversión directa (EUA\$101 millones).

Destacaron en este lapso egresos netos por EUA\$77 millones de intermediarios financieros, que aun cuando contrataron nueva deuda colocaron recursos en títulos valores emitidos en mercados internacionales. Ello contrasta con el ingreso neto que experimentaron un año antes (EUA\$535 millones). Particularmente la banca pública incrementó el saldo de sus activos externos netos en EUA\$172 millones, pues si bien contrató deuda externa (aumento en el saldo de EUA\$261 millones) subió más que proporcionalmente el saldo de activos financieros emitidos por no residentes.

²² La última emisión de títulos de deuda externa por EUA\$1.000 millones realizada al amparo de la Ley 9070 fue realizada en el primer trimestre de 2015.

2.2.4. Finanzas públicas

Según cifras preliminares para el primer semestre de 2016, el Sector Público Global Reducido acumuló un déficit financiero de 1,7% del PIB, inferior en 0,7 p.p. al registrado un año antes. Este resultado fue producto tanto de la menor brecha financiera del Gobierno Central y del Banco Central como del mayor superávit en el resto de entidades públicas²³.

En particular, el Gobierno Central registró un faltante de 2,2% del PIB (2,8% el año previo), asociado tanto a la mayor recaudación tributaria (10,3%²⁴) como a la desaceleración en el gasto total (3,0%); este comportamiento influyó en el resultado primario (excluido el servicio de intereses) que mostró una mejora de 0,6 p.p. con respecto a lo observado 12 meses atrás.

La evolución de los ingresos tributarios estuvo determinada por los impuestos sobre ingresos y utilidades (15,8%), aduanas (10,8%) y ventas internas (9,1%), congruente con el dinamismo en la actividad económica y los esfuerzos por mejorar la recaudación tributaria. Este efecto fue parcialmente compensado por la menor recaudación en el rubro de “otros ingresos tributarios”²⁵.

Aun cuando la menor expansión del gasto fue generalizada, destacó, por un lado, la desaceleración en remuneraciones, pago de intereses de deuda interna y transferencias corrientes²⁶ (en conjunto representaron el 93% del total de gastos) y, por otro, la disminución en transferencias de capital (a Juntas de Educación y al Consejo Nacional de Vialidad) y adquisición de bienes y servicios.

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

	Jun-15	Jun-16
Sector Público Global	-2,4	-1,7
Banco Central	-0,4	-0,3
Sector Público no Financiero	-2,1	-1,4
Gobierno Central	-2,8	-2,2
<i>Resultado Primario</i>	-1,5	-0,9
Resto del SPNF	0,7	0,8

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Ministerio de Hacienda.

²³ Incluye muestra de seis entes públicos: CCSS, ICE, CNP, Recope, JPS e ICAA.

²⁴ En este apartado, salvo que se indique lo contrario, las cifras en paréntesis corresponden a tasas de variación interanual.

²⁵ Incluye los siguientes impuestos: al tabaco, solidario, sociedades anónimas y el único a los combustibles. En este comportamiento influyó la declaratoria de inconstitucionalidad al tributo a sociedades anónimas y la ausencia de ajuste por inflación en el impuesto único a los combustibles.

²⁶ En especial las dirigidas a pensiones con cargo al Presupuesto Nacional, al Fondo Especial de Educación Superior y al Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares

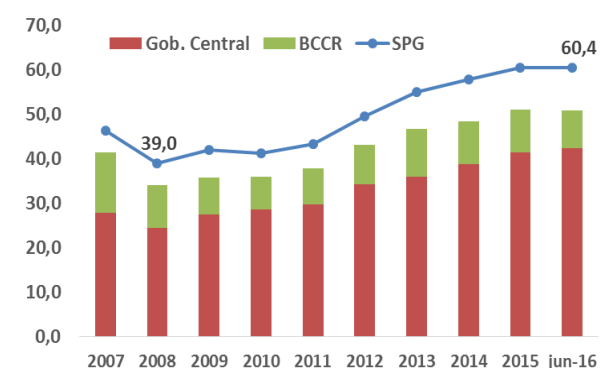
En lo que respecta al déficit financiero del Banco Central, éste ascendió a ₡97.918 millones (metodología cuentas monetarias), equivalente a 0,3% del PIB y una décima menor a lo observado un año atrás. En este resultado influyó, principalmente, la reducción en las tasas de interés en colones que implicaron una menor diferencia entre el costo de los pasivos en moneda nacional y el rendimiento medio de los activos externos (recuadro 1).

El resto del sector público no financiero, según cifras preliminares, acumuló un superávit equivalente a 0,8% del PIB, ligeramente superior a lo registrado un año antes. Durante este lapso todas las entidades de la muestra mejoraron su resultado financiero, en especial, Recope y la CCSS.

La existencia de déficit financieros recurrentes en el Sector Público Global demandó de incrementos en el saldo de su deuda, y al concluir junio de 2016 ésta ascendió a ₡18,7 billones (60,4% del PIB, 2,4 p.p. de aumento con respecto a lo observado un año antes). En el caso particular del Gobierno Central, esa razón pasó de 41,4% en junio de 2015 a 42,4% un año después. Durante este lapso la Tesorería Nacional atendió su requerimiento de caja y otras obligaciones financieras mediante la colocación neta de bonos de deuda interna, en mayor medida en entidades públicas, en un contexto de reducción de tasas de interés en moneda local.

El comportamiento de la carga de deuda del Gobierno pone de manifiesto la vulnerabilidad de la situación financiera para los próximos años, toda vez que, en ausencia de una reforma fiscal estructural que contribuya a generar el superávit primario requerido (mayores ingresos tributarios y menores gastos primarios), la razón de deuda a producto mantendrá la tendencia creciente no sostenible en el mediano y largo plazo (recuadro 3).

Gráfico 7. Razón de Deuda del Sector Público Global a PIB ^{1/}



1/ Deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y de algunas instituciones del resto del sector público.

Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Ministerio de Hacienda.

Recuadro 1. El resultado financiero del Banco Central de Costa Rica y la sostenibilidad de una inflación baja y estable

La teoría monetaria contemporánea postula que la causa principal de la inflación en el largo plazo está asociada con los excesos monetarios; esta idea fue expresada por Friedman (1963) en su frase “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario”. No obstante, se reconoce que en el corto plazo hay otros factores que pueden desviar la inflación de su trayectoria, como por ejemplo choques de oferta o demanda que se manifiestan en la brecha del producto o por expectativas de inflación no alineadas con la meta.

La Teoría Cuantitativa del Dinero permite mostrar con claridad conceptual la afirmación de Friedman. Este enfoque parte de la llamada Ecuación de Cambio (Fischer, 1911) que establece que la cantidad de dinero (M) multiplicada por la velocidad de circulación (V , veces que el dinero cambia de manos), es igual al valor de las transacciones que se realizan en una economía ($P \cdot Q$, donde P es nivel de precios y Q es cantidad de producto). En términos algebraicos sería:

$$M_t \cdot V_t = P_t \cdot Q_t \quad (1)$$

Intuitivamente, esta ecuación sugiere que si el nivel de producto y la velocidad de circulación del dinero permanecen relativamente estables, cambios en el acervo monetario se manifestarán en el nivel general de precios. Dicho de otra forma, cualquier cambio en la cantidad de dinero que no esté acompañado por cambios en la producción real de la economía, necesariamente se reflejará en variaciones en el nivel de precios. Si se interpreta la relación Q/V como una demanda real por dinero, en el largo plazo la inflación (cambios en P) se produce cuando la cantidad de dinero crece a una tasa más acelerada que la del producto real. Este postulado puede plantearse de la siguiente forma:

$$M_t = \frac{P_t \cdot Q_t}{V_t} \quad (2)$$

Oferta nominal Demanda nominal

Con:

$$M_t^{dR} = \frac{Q_t}{V_t} \quad (3)$$

Con el propósito de una mayor claridad, se procede a realizar cambios de notación y se expresa el equilibrio en el mercado monetario de la siguiente forma:

$$M_t^s = P_t \cdot M_t^{dR} \quad (4)$$

De la expresión anterior es posible inferir que el nivel general de precios en el periodo t (P_t) resulta de la relación entre la oferta monetaria (M_t^s) y la demanda real por dinero (M_t^{dR}):

$$P_t = \frac{M_t^s}{M_t^{dR}} \quad (5)$$

La relación anterior se cumple para todo período t , de modo que es posible obtener la dinámica de la inflación (π_t) como la diferencia entre el logaritmo natural del nivel de precios¹ entre los momentos t y $t-1$:

$$\underbrace{p_t - p_{t-1}}_{\pi_t} = \underbrace{(m_t^s - m_{t-1}^s)}_{\dot{m}_t^s} - \underbrace{(m_t^d - m_{t-1}^d)}_{\dot{m}_t^d} \quad (6)$$

Simplificando²:

$$\pi_t = \underbrace{(\dot{m}_t^s - \dot{m}_t^d)}_{x_t^m} \quad (7)$$

Esta expresión indica que la inflación es igual, en puntos porcentuales (p.p.), al monto en que el crecimiento del acervo monetario supera el de la demanda real por dinero. Alternativamente, se puede decir que en realidad lo que provoca inflación (π_t) son los excesos monetarios (x_t^m). Nótese que, más que el nivel, interesa la tasa a la cual crecen los agregados monetarios.

La teoría económica y la evidencia empírica señalan algunos procesos que causan desequilibrios monetarios, entre ellos, el costo de operaciones que no son propias de un banco central (denominadas “cuasi-fiscales”); por ejemplo, el otorgamiento de créditos a tasas subsidiadas, y el costo de los mayores requerimientos de absorción que surgen posterior a episodios de inestabilidad en el sistema financiero en los que un banco central ha intervenido para rescatar alguna entidad.

En el caso costarricense, se reconoce que históricamente las principales fuentes de desequilibrios monetarios han sido la adopción de un esquema de tipo de cambio fijo (o algunas de sus variantes) y el déficit financiero (pérdidas) del Banco Central (BCCR), factores que se encuentran altamente relacionados.

Con respecto al déficit financiero del BCCR³, es preciso señalar que tiene su origen en los años setenta, cuando esta Entidad incurrió en un alto nivel de endeudamiento externo, parte del cual se trasladó al sector público, (con garantía cambiaria, pues el régimen era de tipo de cambio fijo), con el objetivo de financiar proyectos que no tuvieron la capacidad de generar ingresos para repagar la deuda correspondiente.

¹ Se utiliza letra minúscula para denotar el logaritmo natural.

² Se denota \dot{z}_t como la tasa de crecimiento de una variable z entre t y $t-1$.

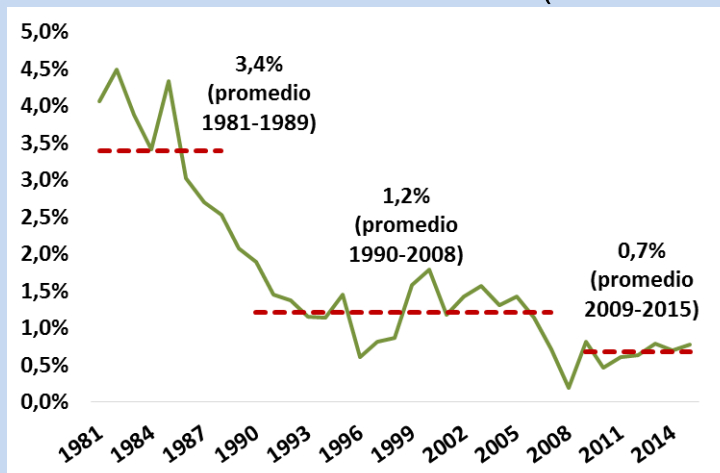
³ Basado en Muñoz (2012) *El déficit del Banco Central de Costa Rica como fuente estructural de expansión monetaria*. DT-13-2012. Banco Central de Costa Rica; y en Muñoz (2016) *Capitalización del Banco Central de Costa Rica y propuesta de emisor único de deuda pública*, Documento en proceso.

Otra parte del endeudamiento del Banco Central se canalizó a programas de crédito por medio de la banca comercial, en condiciones similares, es decir, con garantía cambiaria⁴. Más recientemente, a partir de la segunda mitad de la década de los años noventa, parte del déficit se explica en forma creciente por el costo financiero de reconstituir reservas internacionales.

Conocedoras de esta situación, las autoridades del Banco, realizaron esfuerzos por reducir las fuentes estructurales de desequilibrio monetario y por esa vía la inflación. Para ello, en los últimos diez años promovió una mayor flexibilidad cambiaria, lo que ha complementado las acciones para reducir el déficit financiero del BCCR. Desde la década de los 90 se han ejecutado medidas como la reestructuración de la deuda externa del Banco Central, capitalizaciones explícitas al BCCR por parte del Gobierno Central y mejoras en la gestión de activos y pasivos de la Entidad. Lo anterior permitió disminuir el tamaño de los desequilibrios monetarios y, por ende, coadyuvó en el proceso de reducción de la inflación.

Como resultado de las acciones antes enumeradas, el déficit del Banco Central⁵, medido en términos del PIB se ha reducido paulatinamente, pasando de 3,4% en promedio en los años ochenta a 0,7% en el lapso 2009-2015; el resultado inflacionario promedio asociado a esos períodos pasó de 28,1% a 3,9%.

Gráfico 1.1 Déficit del Banco Central de Costa Rica (en términos del PIB)

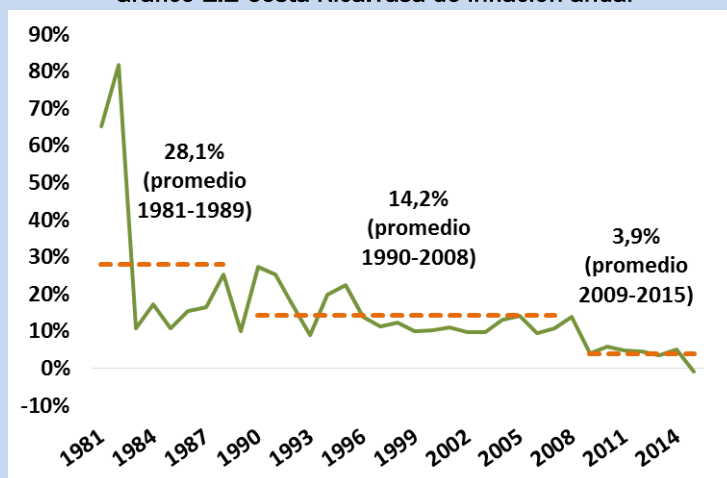


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁴ Un recuento más detallado de las causas del deterioro financiero del BCCR se puede consultar en el Capítulo 2 del Informe de Inflación de setiembre 2012.

⁵ De acuerdo con la metodología de cuentas monetarias, la cual excluye aquellos movimientos por revaluaciones cambiarias que no tienen como contrapartida movimientos efectivos ni en la base monetaria ni en las reservas internacionales de la Entidad. Por ejemplo, si el saldo de RIN es de \$8 mil millones y el tipo de cambio se incrementa de ₡540 a ₡550, el saldo de RIN en colones se incrementa en ₡80 mil millones. Esta “ganancia de capital” por revaluación cambiaria no se incluye en el cálculo del estado de resultados metodológica cuentas monetarias, dado que es un cambio por valoración de un activo sin que ello implique cambios en la base monetaria ni en el nivel de endeudamiento con costo financiero que enfrenta el Banco.

Gráfico 1.2 Costa Rica.Tasa de inflación anual



Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

La expansión monetaria observada durante los últimos años ha sido coherente con la demanda por dinero, en vista de ello, no ha generado presiones adicionales sobre la inflación. De acuerdo con la programación macroeconómica, se estima que el déficit del BCCR se mantendrá en torno a 0,6% del PIB en el 2016 y 2017.

La sostenibilidad de este resultado, depende críticamente de la diferencia entre las tasas de interés de los pasivos del BCCR y el rendimiento de sus activos (básicamente reservas internacionales).

En este sentido conviene destacar la necesidad de encontrar una solución al problema fiscal costarricense, pues en la medida en que no se establezca la razón deuda pública a PIB, se presionará al alza las tasas de interés en colones y provocará que el déficit del BCCR aumente, con el respectivo efecto incremental sobre la inflación, en detrimento de la estabilidad macroeconómica.

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

Los agregados monetarios crecieron, en promedio, de manera consecuente con el nivel de actividad económica, la meta inflacionaria y el incremento gradual en la profundización financiera. Esos recursos permitieron atender la demanda de crédito del sector privado y financiar el déficit fiscal, en un contexto de reducción de las tasas de interés locales.

Por moneda, los agentes económicos mostraron mayor preferencia por el ahorro denominado en colones, el cual incrementó su participación relativa entre 1,3 y 1,8 p.p. en los 12 meses terminados en junio, congruente con el mayor premio por ahorrar en moneda nacional²⁷; no obstante, debe señalarse que hacia finales del período en comentario hubo indicios de preferencia por instrumentos en dólares, en el tanto ese premio tendió a disminuir (expectativas de mayor depreciación cambiaria).

Cuadro 5. Agregados monetarios y crédito al sector privado ^{1/}
-variación acumulada anualizada-

	Medio circulante ampliado ^{2/}			Liquidez total			Riqueza financiera total			Crédito sector privado		
	Colones	Dólares ^{3/}	Total ^{4/}	Colones	Dólares ^{3/}	Total ^{4/}	Colones	Dólares ^{3/}	Total ^{4/}	Colones	Dólares ^{3/}	Total ^{4/}
2014												
I semestre	-12,0	27,1	1,5	4,6	21,1	10,4	9,5	23,7	13,2	21,0	2,6	12,7
II semestre	34,6	-4,3	17,9	21,9	2,1	14,2	16,5	1,4	12,1	18,4	10,2	14,9
Anual	8,9	10,3	9,4	12,9	11,2	12,3	12,9	12,0	12,7	19,7	6,4	13,8
2015												
I semestre	-8,7	17,2	0,4	8,6	10,2	9,2	14,6	7,5	12,7	7,7	12,1	9,5
II semestre	45,2	1,1	26,7	21,3	-2,4	12,4	13,6	-2,2	9,4	12,9	16,9	14,6
Anual	15,1	8,8	12,8	14,8	3,7	10,8	14,1	2,5	11,0	10,3	14,5	12,0
2016												
I semestre	-1,7	-2,4	-1,9	7,2	10,7	8,4	7,4	13,4	8,8	9,3	11,1	10,0

^{1/} Comprende el Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de vivienda y Caja de Ande. Cifras del Banco Central y de bancos comerciales al 30/06/16 y de resto de intermediarios financieros a abril 2016.

^{2/} Numerario en poder del público (colones) y depósitos en colones y en moneda extranjera bajo las figuras de cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.

^{3/} Expresado en dólares estadounidenses.

^{4/} Conversión de moneda extranjera al mismo tipo de cambio.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁷ Se tomó como referencia el rango de incremento en la participación de la moneda nacional en el M1 ampliado, liquidez total y riqueza financiera total. En el primer semestre de 2016, el premio promedio por ahorrar en colones a 6 meses fue 1,25 p.p., calculado como la diferencia entre la Tasa básica pasiva neta y la tasa de indiferencia que considera la tasa de interés en moneda extranjera de un banco estatal y, de 2,64 p.p. si la referencia es Libor.

El crédito total al sector privado creció a una tasa similar a la observada en igual período del año anterior. Por moneda, si bien hubo una desaceleración en la preferencia por operaciones denominadas en moneda extranjera, éstas crecieron a un mayor ritmo con respecto al crédito en colones. Se estima que lo anterior introduce riesgos a la estabilidad del sistema financiero, toda vez que alrededor del 78% del crédito en moneda extranjera concedido por el Sistema Financiero Nacional está concentrado en personas o empresas cuya principal fuente de ingresos es en colones.

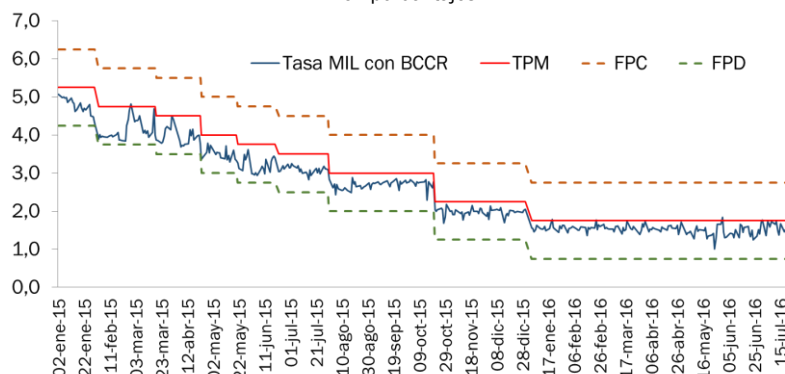
Si bien en ese comportamiento ha influido el menor costo financiero de las operaciones en moneda extranjera y la relativa estabilidad del tipo de cambio, particularmente en el primer cuatrimestre del año, el Banco Central reitera que no tiene compromiso con un nivel particular de tipo de cambio, lo que demanda que los agentes económicos internalicen el riesgo cambiario en sus decisiones de ahorro e inversión²⁸.

La evolución de los determinantes de corto plazo de la inflación (brecha de producto y expectativas de inflación) así como los de largo plazo (agregados monetarios y crediticios) dieron espacio para mantener, en lo que transcurre de 2016, la TPM en 1,75%, luego de autorizar en el 2015 una reducción a esta referencia de 350 p.b.

En este lapso, la tasa de interés promedio de las operaciones de corto plazo en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) estuvo por debajo de la TPM, lo cual es consecuente con la existencia de recursos excedentes en el sistema financiero, observados desde agosto de 2014. Es importante mencionar que estos excesos han disminuido, en el tanto el Banco Central vendió

divisas al Sector público no bancario (SPNB), acumuladas en períodos previos con esa finalidad, y trasladó parte de esos recursos hacia instrumentos de mayor plazo.

Gráfico 8. Tasas de interés promedio ponderadas negociadas en MIL
-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.

²⁸ De manera simplificada, un grupo familiar con un ingreso neto mensual en colones de ₡1.000.000, si hubiera solicitado a inicios de 2016 un crédito de EUA\$66.723, a 20 años plazo y 8% de tasa de interés, y cuyo servicio demandaría el 30% de ese ingreso neto (₡300 mil), ante el incremento en el tipo de cambio acumulado al 26 de julio de 2016, hubiera tenido un impacto negativo sobre su ingreso disponible, dado que la atención de la operación crediticia habría demandado ₡6.300 adicionales por mes.

La transmisión de la disminución de la TPM al resto de tasas de interés en moneda nacional continuó este año, aunque a menor ritmo con respecto a lo observado el año previo. Así, en el lapso enero 2015 – 26 julio 2016²⁹ la tasa MIL ponderada promedio bajó en 322 puntos básicos (p.b.); la Tasa básica pasiva (TBP) en 200 p.b.³⁰ y la tasa de interés activa promedio ponderado de las informadas por los intermediarios financieros en 250 p.b.

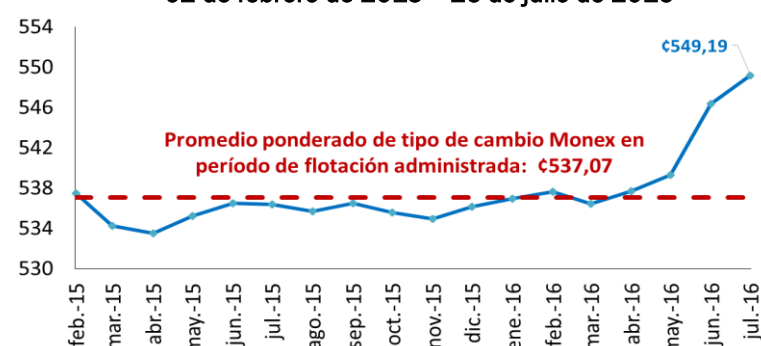
En materia cambiaria, al 26 de julio la depreciación acumulada del colón fue 2,1%³¹, situación que contrasta con la apreciación de 0,8% de 2015. La presión al alza en el tipo de cambio inició a finales del pasado mes de noviembre, pero fue más acentuada a partir de mayo último.

Ese comportamiento fue consecuente con: i) el menor superávit de divisas del sector privado; ii) el mayor requerimiento del SPNB vinculado al menor flujo neto de endeudamiento externo del Gobierno y al incremento en el precio de materias primas (mayor factura petrolera en el lapso mayo-julio con respecto a los meses previos); iii) la mayor

demanda de importaciones, asociada al dinamismo de la actividad económica local; iv) la menor ganancia en los términos de intercambio respecto a la observada un año antes y, v) el aumento en la posición en divisas por parte de los intermediarios cambiarios, particularmente en los últimos meses del período comentado.

En los primeros siete meses del año (al 26 de julio) el superávit promedio diario de las negociaciones de los intermediarios cambiarios en sus plataformas de negociación con el público fue EUA\$2,5 millones e incrementaron su Posición propia autorizada en divisas (PPAD) en cerca de EUA\$160 millones. En igual cantidad de sesiones de 2015 (143 días hábiles) el superávit promedio diario fue EUA\$5,7 millones y el incremento en la PPAD de EUA\$91,2 millones. Así, el 2016 continuó presentando un superávit en divisas, pero de menor cuantía.

Gráfico 9. Tipo de cambio promedio ponderado mensual de Monex^{1/} - 02 de febrero de 2015 - 26 de julio de 2016 -



1/ Ponderado por el monto diario negociado en Monex.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁹ De enero 2015 al 30 de junio 2016 los cambios en el promedio de tasas de interés del MIL, TBP y tasa de interés activa promedio fueron, en ese orden, 333 p.b., 195 p.b. y 253 p.b.

³⁰ A partir de febrero del 2016 entró a regir la nueva metodología en el cálculo de la Tasa básica pasiva aprobada la Junta Directiva del BCCR en sesión 5703-2015, artículo 8, del 13 de octubre de 2015. Por cambio metodológico la disminución en este indicador fue de 65 p.b.

³¹ Al primer semestre de 2016 la depreciación fue de 2,1%.

En este contexto, el Banco Central utilizó el saldo disponible para atender los requerimientos netos del SPNB, acumulado en períodos previos. En efecto, la demanda neta de divisas por parte del SPNB fue mayor en el 2016 (EUA\$5,8 millones en el 2015 y EUA\$6,4 millones en el 2016, como promedio diario) asociada, en buena medida, a mayores precios del petróleo³² y a las menores fuentes de financiamiento externo neto del sector público. Así, la tendencia al alza en el tipo de cambio manifiesta desde noviembre de 2015, pero con mayor intensidad desde mayo último, respondió a cambios en las variables fundamentales del mercado cambiario, tanto de índole interno como externo.

Recuadro 2. El tipo de cambio real y sus determinantes

El tipo de cambio real (TCR) es una medida relativa de los precios de bienes y servicios que se pueden adquirir en el exterior (P^*) con respecto a los precios de los mismos bienes y servicios en el país (P). Los precios de los bienes y servicios producidos fuera del país son convertidos en unidades de la moneda doméstica utilizando el tipo de cambio nominal (E). Esta variable permite aproximar, dado un monto fijo de ingreso, la proporción de bienes y servicios que se pueden adquirir en el exterior en contraste con los que se pueden adquirir en el país.

$$TCR = \frac{E \cdot P^*}{P}$$

El Banco Central de Costa Rica calcula mensualmente el Índice de tipo de cambio efectivo real multilateral (Itcer)¹. El período base de este índice es enero 1997 y, por construcción se le asigna al índice un valor de 100 para ese mes. Es importante tener claro que, más que el nivel absoluto, son los cambios en este índice los que permiten analizar qué ocurre en una economía con respecto al sector externo. Tal como ocurre con cualquier número índice, un valor de 100 facilita expresar los incrementos y reducciones con respecto a ese momento en el tiempo en puntos porcentuales (p.p.) y no es equivalente a un valor de equilibrio².

¹ El Itcer que calcula el BCCR, utiliza como indicador de los precios externos un promedio ponderado de los índices de precios de los principales socios comerciales. Los ponderadores son móviles y se construyen a partir de la importancia relativa del comercio del país con esos socios comerciales. Este índice se puede acceder en:

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?idioma=1&CodCuadro=%202501>

² Mayor detalle sobre el método de construcción del indicador:

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Documentos/DocumentosMetodologiasNotasTecnicas/Nota%20Técnica%20Tipo%20de%20Cambio%20Real%20ponderadores%20móviles.pdf>

³² Entre febrero y mayo de 2016 el precio internacional del petróleo presentó un comportamiento al alza y tendió a estabilizarse en meses siguientes. En promedio estos valores aún se ubican por debajo de lo observado un año atrás.

El incremento en el nivel del índice entre dos períodos denota una depreciación en términos reales de la moneda nacional, lo que equivale a una pérdida de la capacidad de compra de los residentes del país en el exterior, en tanto que un movimiento contrario refleja una apreciación real de la moneda y equivale al aumento de esa capacidad de compra. Es necesario distinguir entre la descripción aritmética de las variaciones en el tipo de cambio real y las razones económicas por las cuales se observan estos cambios. Desde el punto de vista aritmético, la fórmula indica que una depreciación ocurre cuando aumentan el tipo de cambio nominal o los precios de los bienes y servicios en el exterior o cuando disminuyen los precios de los bienes y servicios que se pueden adquirir domésticamente. Movimientos opuestos se reflejarían en una apreciación real de la moneda nacional (reducción del tipo de cambio real).

Por otra parte, para comprender las razones por las cuales ocurrió alguno de estos movimientos deben evaluarse las variables macroeconómicas fundamentales que lo determinan: términos de intercambio, inversión extranjera directa, diferencia entre las tasas de interés internas e internacionales, gasto del Gobierno y nivel de productividad de la economía, por mencionar los más relevantes. Un adecuado análisis de la situación del país con el exterior requiere comprender estos determinantes.

Como ejemplo, supóngase que los productores de bienes exportables de nuestro país, en busca de mayor eficiencia introducen innovaciones tecnológicas que permitan mejorar el uso del capital y del recurso humano. Es claro que estos cambios pueden darse simultáneamente en otros países, pero por simplicidad explicativa supóngase que la mejora en nuestro país ocurre de forma más acelerada. La medida de productividad relativa en este tipo de bienes de nuestro país con respecto a los socios comerciales se incrementaría.

Lo anterior implica que nuestro país podría incrementar más que sus socios comerciales la cantidad de bienes que produce con la misma cantidad de recursos. A partir de lo anterior se pueden describir al menos dos mecanismos relacionados que identifican los efectos que tendría este cambio tecnológico sobre el tipo de cambio real. En primer término, este aumento de la capacidad productiva permitiría a las empresas nacionales exportar mayor cantidad de bienes. Esta mayor actividad exportadora aumenta inevitablemente el flujo neto de moneda extranjera hacia el país. Al incrementar la oferta relativa en el mercado cambiario, el precio de la moneda extranjera tiende a caer, causando una apreciación nominal de la moneda.

El segundo mecanismo mediante el cual se puede explicar la apreciación de la moneda se relaciona directamente con la fórmula del TCR. La mayor rentabilidad de la actividad exportadora del país aumentaría el ingreso disponible para los habitantes del país. Dado lo anterior, un aumento en la demanda presionará al alza los precios nacionales, especialmente de los bienes “no transables” que no pueden ser sustituidos en el mercado exterior³, incrementando el denominador de la definición del TCR.

³ Los bienes y servicios transables son aquellos que pueden ser comerciados tanto nacional como internacionalmente, en tanto que los bienes y servicios no transables solamente se pueden comerciar en la economía que los produce. La observación de que países con una mayor productividad en el sector transable tienen un mayor nivel de ingreso y un nivel general de precios más alto se conoce como el efecto Balassa-Samuelson.

Obsérvese que fue el incremento en la productividad relativa del país en bienes transables el que condujo al incremento en las exportaciones, lo que causaría, a su vez una apreciación de la moneda nacional. En este caso el movimiento del índice de TCR no implica la existencia de un desequilibrio causado por alguna distorsión en la economía. Por el contrario, es la expresión de un nuevo equilibrio dados los cambios experimentados en la economía gracias a las innovaciones de los productores nacionales.

Es importante mencionar que se supone que la mejora en la productividad en la que se fundamenta el ejemplo es un promedio de las observaciones de las empresas. Este incremento no es necesariamente homogéneo entre todas las actividades de producción o inclusive entre firmas pertenecientes a una misma actividad. Es posible que al nuevo (menor) tipo de cambio nominal, algunas empresas o actividades que no realizaron las innovaciones a la velocidad que sus contrapartes ya no sean rentables. Por lo tanto, un nuevo equilibrio en un valor menor (que 100) del índice puede ocasionar la expansión y contracción simultánea de diferentes actividades productivas.

Con alguna frecuencia un análisis como el expuesto no es tomado en consideración al evaluar el potencial éxito de los productores nacionales en el mercado internacional. Un hecho positivo como lo es una ganancia en su productividad promedio puede ser mal interpretado al enfocarnos en la aritmética del TCR que indicarían un encarecimiento relativo del país en vez de considerar las razones económicas del cambio en el indicador, ocasionadas por un incremento en la productividad. La correcta interpretación de los cambios en las variables fundamentales que determinan el TCR debe ser requisito para determinar si es necesaria alguna acción de política.

El Banco Central comparte la preocupación nacional sobre la competitividad de la economía, la cual se refiere a la posibilidad de proveer bienes y servicios a los socios comerciales a costos menores que los competidores. Además, considera que para lograr cambios sostenibles se requiere aumentar la productividad de la economía lo que a su vez demanda mejorar la calidad y cantidad de los factores de la producción, el uso de tecnologías apropiadas, la infraestructura y la calidad de las instituciones, entre ellas la estabilidad macroeconómica.

2.2.6. Estabilidad del Sistema Financiero Nacional

El Sistema Financiero Nacional (SFN) no presentó tensiones significativas durante el primer semestre de 2016, según el Índice de Tensión Financiera; sin embargo, por componentes señala una menor disponibilidad de recursos en dólares y, consecuentemente, el incremento en los costos de financiamiento en esa moneda en los mercados de negociación MED³³, MIL y recompras, tendencia observada desde finales de 2015. Por su parte, el componente de deuda recientemente mostró el incremento del margen entre el rendimiento de los bonos de deuda externa costarricense y de Estados Unidos; además, aumentó la pendiente de la curva de deuda soberana en colones ante una mayor demanda de títulos de corto plazo.

³³ Mercado de dinero de la Bolsa Nacional de Valores.

Coherente con la ausencia de tensiones financieras, el Banco Central no ha identificado situaciones de alerta que requieran acciones por parte de los entes supervisores. Particularmente el indicador de auges crediticios continúa por debajo de su tendencia de largo plazo, descartando alertas de riesgo de crédito en ambas monedas. En términos de la calidad de la cartera, el saldo de los créditos en categoría de mayor riesgo crece a tasas menores en relación con igual período de 2015. Destaca también que la cobertura de estimaciones mejoró, en tanto que la mora amplia³⁴ no presentó variaciones significativas, aunque mantuvo niveles superiores a su media de largo plazo.

Por otra parte, el endeudamiento de los hogares registró una tendencia al alza durante el semestre, en parte porque el crédito en moneda extranjera creció a mayor ritmo que en igual período de 2015, en particular a usuarios cuya principal fuente de ingreso es en colones.

Los indicadores de riesgos de mercado confirman la continuidad en la transmisión de cambios en la TPM a las tasas en colones del sistema financiero. Sin embargo, prevalece la preferencia de los ahorrantes por plazos cortos, con mayor participación en instrumentos no estandarizados y denominados en colones. En moneda extranjera, los indicadores señalan el incremento en las presiones de liquidez³⁵ y en el margen de rendimiento de los bonos de deuda externa.

El análisis de riesgo de liquidez mostró una reducción en el costo de financiamiento en colones, pese a que los excedentes en esta moneda muestran una reducción en los últimos meses (menor posición neta deudora del BCCR en el MIL).

Finalmente, cabe señalar que los resultados de las pruebas de tensión aplicadas al sistema financiero con información a diciembre de 2015, mostraron una ligera mejora con respecto a 2014. Fue simulado un escenario adverso similar al experimentado por el país entre 2008 y 2009, considerando el riesgo de crédito y el de mercado. Sin embargo, estos resultados no tomaron en cuenta riesgos de contagio asociados a las interconexiones entre las entidades financieras, en algunos casos relevantes. Estos indicadores simulan situaciones y tendencias coyunturales y no constituyen proyecciones.

³⁴ Participación del agregado compuesto por el saldo de la cartera en mora a 90 días, en cobro judicial, por bienes recuperados y por créditos liquidados, como proporción de la suma del saldo de créditos directos, bienes recuperados y créditos liquidados. El nivel promedio de largo plazo (enero 2008 a marzo 2016) es 5,76% y al primer trimestre de 2016 fue 6,46%.

³⁵ Contrario a lo ocurrido en el 2015 las tasas de interés aumentaron, particularmente en el mercado de recompras. Además, llama la atención que en los últimos años varias entidades bancarias aumentaron la dependencia del financiamiento proveniente de fuentes sensibles a tensiones y ciclos financieros (riesgo de refinanciamiento).

3. REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2016-2017

3.1. Objetivos y medidas de política

La revisión de esta programación incorpora, en el campo externo, un ritmo de crecimiento mundial moderado en el 2016, que acelera ligeramente el año siguiente; mercados financieros que reaccionan de manera ordenada ante incrementos en tasas de interés en Estados Unidos hacia finales de 2016 y la salida de Reino Unido de la Unión Europea y; baja inflación internacional ante aumentos moderados en los precios de materias primas. A nivel local, el supuesto medular es el cambio en el origen (interno o externo) de las fuentes de financiamiento del déficit fiscal, que podrían requerir del uso temporal de RIN. Esta revisión no incorpora los efectos de una reforma fiscal.

En el bienio en comentario la producción costarricense estaría impulsada, principalmente, por el gasto interno, comportamiento apoyado en el incremento del ingreso disponible ante la mejora en los términos de intercambio (de menor cuantía que en 2015).

El crecimiento del PIB sería de 4,2% y 4,3%, respectivamente en 2016 y 2017, similar a lo estimado a finales de 2015. Influyó en esta estimación el menor desempeño en la industria de la construcción (2016 y 2017) y la desaceleración de la actividad de información y comunicación y actividades de apoyo a empresas.

Si bien en la primera mitad del año en curso la inflación estuvo fuera del rango meta del Banco Central, esta situación ha estado asociada, en buena medida, a un entorno de precios internacionales bajos de materias primas, en especial del petróleo.

Concluido ese efecto, existe una elevada probabilidad del retorno gradual de la inflación al rango objetivo a inicios de 2017, en el tanto, las presiones inflacionarias por el lado de la demanda no exceden ese objetivo y las expectativas de inflación por 15 meses consecutivos estuvieron en el rango meta.

En este contexto, la Junta Directiva mantiene la meta de inflación interanual en 3% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.,

objetivo de largo plazo coherente con la convergencia hacia la inflación de los principales socios comerciales del país. El cumplimiento de este objetivo requiere acciones, algunas en proceso, como las siguientes:

- i) El seguimiento continuo de la evolución de los determinantes de la inflación y sus expectativas, con el fin de adoptar los cambios en la TPM requeridos, tomando en consideración los rezagos con que opera la política monetaria.
- ii) Valorar medidas adicionales que favorezcan el proceso de desdolarización financiera.
- iii) Agilizar la función del Banco Central como prestamista de última instancia.
- iv) Continuar con una gestión activa de la deuda, manteniendo cercana coordinación con el Ministerio de Hacienda³⁶.

Cuadro 6. Principales variables internacionales
- Porcentajes -

	2015	Proyecciones	
		2016	2017
Crecimiento del producto			
Mundo	3,1	3,1	3,4
Economías avanzadas	1,9	1,8	1,8
Estados Unidos	2,4	2,2	2,5
Zona del euro	1,7	1,6	1,4
Mercados emergentes y en desarrollo	4,0	4,1	4,6
China	6,9	6,6	6,2
América Latina y Caribe	0,0	-0,4	1,6
Brasil	-3,8	-3,3	0,5
Costa Rica ^{1/}	3,7	4,2	4,3
PIB principales mercados de exportación de Costa Rica ^{2/}	2,2	2,0	2,1
Inflación mundial			
Economías avanzadas	0,3	0,7	1,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,7	4,6	4,4
Precio del petróleo ^{3/}	64,4	55,3	64,1
Variación de términos de intercambio	6,5	3,3	0,5
Libor 6 meses	0,5	0,9	1,0

^{1/} Estimaciones del Banco Central de Costa Rica.

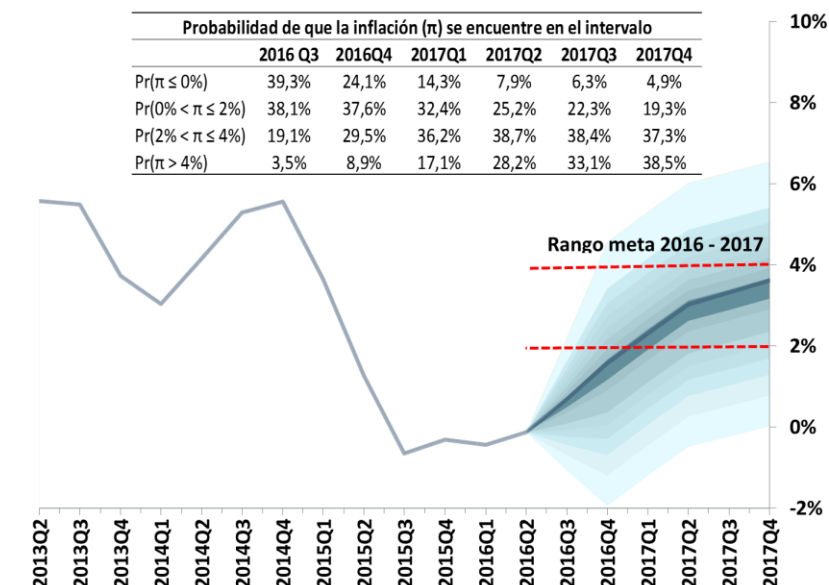
^{2/} Ponderado por los flujos de exportación 2015-2016.

^{3/} Con base en precios futuros de WTI de Bloomberg más un margen de EUA\$12 por barril (diferencia histórica entre el precio del crudo y del valor de producto terminado).

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del Fondo Monetario Internacional (Julio 2016) y Bloomberg.

³⁶ Según Nyawata, Obert (2012), Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations, IMF Working Paper WP/12/40, si bien tanto a Banco Central como a Ministerio de Hacienda comparten el interés de mantener una inflación baja y estable, en caso de conflicto la política monetaria debe tener supremacía sobre la política fiscal.

- v) Participar como agente del sector público no bancario (SPNB), según lo dispuesto por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 10 de la sesión 5651-2014 (y sus reformas) e intervenir en el mercado cambiario con el fin de evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, sin que ello interrumpa la tendencia que dictan las variables fundamentales de este macroprecio.

Gráfico 10. Proyección de inflación ^{1/}

^{1/} El gráfico muestra bandas de predicción de inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura de la proyección central corresponde al 10% de probabilidad de ocurrencia; sucesivamente, cada par de bandas con tonalidades cada vez más claras acumula 10% adicional, hasta alcanzar el 90% de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- vi) Con el fin de mejorar el proceso de formación de los macroprecios, el Banco Central procurará aumentar la información disponible al público (mercado cambiario, sistema de pagos, entre otros) y revisará la operativa de los sistemas de negociación en los que participa.

3.2. Proyecciones macroeconómicas 2016-2017

La revisión del programa macroeconómico 2016-2017 contempla un crecimiento real del PIB para el 2016 de 4,2% y de 4,3% en el 2017, tasas que superan el promedio de crecimiento de los últimos tres años (2,9%). Las proyecciones para el bienio apuntan a que la expansión de la producción vendría por impulso del gasto interno debido al incremento en el ingreso disponible y la mejora en los términos de intercambio, aunque de menor cuantía que en 2015. El crecimiento de la producción en el 2016 estaría determinado por la reversión de condicionantes internos de oferta que afectaron el año pasado las actividades agropecuaria y manufacturera y, para el 2017 se estima mayor expansión de la demanda interna por la vía de la inversión y, en menor medida, por el incremento de las exportaciones.

Por actividades, el crecimiento económico estaría liderado por las industrias de servicios como las profesionales, científicas, técnicas y servicios de apoyo que crecerían 7,7% en el 2016 y 6,3% en el 2017³⁷; los servicios financieros y seguros (crecimientos de 9,8% y 7,4% el 2016 y 2017 respectivamente) y 4,6% para el comercio y reparación de vehículos en ambos años³⁸.

La industria manufacturera crecerá 5,6% y 4,8% en 2016 y 2017, respectivamente. El impulso en el 2016 estaría vinculado a las actividades de las empresas adscritas a regímenes especiales de comercio que producen para el mercado externo, así como al incremento en la producción de las empresas del régimen definitivo.

La actividad de la construcción caería 5,8% en el 2016, debido a la disminución en obras civiles no residenciales (edificaciones comerciales) y al efecto que sobre la base de comparación tuvo la ejecución en el 2015 del proyecto hidroeléctrico Reventazón y la conclusión del City Mall; excluidos estos proyectos, esta actividad habría crecido 3,5% este año. Para el 2017 la actividad crecería 4,2% por la ejecución de obra privada y de proyectos de mejoramiento ambiental del Área Metropolitana de San José, rehabilitación de infraestructura de acueductos y alcantarillado sanitario, infraestructura y mejoramiento vial y obras de generación eléctrica.

Cuadro 7. PIB y valor agregado por industria
-variación % interanual-

	2015	2016	2017
Producto Interno Bruto real	3,7	4,2	4,3
Agricultura, silvicultura y pesca	-2,9	4,2	4,0
Manufactura	-0,7	5,6	4,8
Construcción	10,8	-5,8	4,2
Comercio y reparación de vehículos	3,6	4,6	4,6
Transporte y almacenamiento	4,0	4,6	4,1
Información y comunicaciones	5,3	8,2	5,5
Actividades financieras y de seguros	13,2	9,8	7,4
Actividades profesionales, científicas, técnicas, administ. y servicios apoyo	7,5	7,7	6,3
Resto ^{1/}	3,0	2,9	3,2

^{1/} Incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, alojamiento, servicios de comida, inmobiliarias, administración pública, salud y educación, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³⁷ Actividades relacionadas con servicios profesionales, científicos, técnicos y de apoyo tendrían un comportamiento más dinámico que el promedio de la economía, en particular las consultorías en gestión financiera, recursos humanos y comercialización; servicios de publicidad y estudios de mercado, servicios de alquiler de activos tangibles e intangibles no financieros y los centros de llamadas.

³⁸ El dinamismo de la demanda interna, el comercio exterior y el turismo receptor, explicarían el crecimiento esperado de la actividad comercial.

El panorama de la actividad agropecuaria es favorable luego de los efectos adversos del fenómeno climático ENOS en 2015 sobre los principales productos de exportación (banano y piña) así como café³⁹. La tasa de crecimiento pasaría de -2,9% en 2015 a 4,2% un año después. Para el 2017 el crecimiento sería 4,0% sustentado en mejoras en rendimientos, particularmente en productos dirigidos al mercado externo.

Por componentes del gasto, la demanda interna crecería 4,4% y 4,8% en el 2016-2017, respectivamente, en ambos años determinado por el impulso del consumo privado. Lo anterior, es congruente con la evolución esperada de las industrias que producen para el mercado interno.

El volumen de ventas al exterior, aumentaría 10,1% y 5,8% en el 2016-2017 respectivamente, acorde con la evolución esperada para las actividades económicas dedicadas a la exportación.

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

	2015	2016	2017
1 Demanda interna	4,9	4,4	4,8
a. Consumo privado	4,4	4,3	4,1
b. Consumo de gobierno	2,4	1,3	2,4
c. FBKF privada ^{1/}	11,2	0,0	6,3
d. FBKF pública ^{1/}	-0,1	4,1	4,7
e. Variación de Inventarios (% PIB)	-0,5	0,6	0,8
2 Exportaciones	2,1	10,1	5,8
Bienes	1,6	11,0	6,7
Servicios	2,9	8,9	4,4
3 Importaciones	5,6	10,6	7,2
Bienes	4,4	10,2	7,2
Servicios	13,2	13,0	7,6
4 Producto Interno Bruto (1+2-3)	3,7	4,2	4,3

1/ FBKF: Formación bruta de capital fijo.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el caso de las exportaciones de servicios tendrían crecimientos de 8,9% y 4,4% para el 2016-2017 respectivamente, por mayores ingresos esperados de turistas al país, además de una evolución favorable de las ventas de servicios de centros de llamadas y servicios de información, programación y consultoría informática.

La aceleración prevista en el crecimiento de la producción para el bienio supone una recuperación en las compras de materias primas provenientes del exterior, así como las importaciones destinadas al consumo final y bienes de capital.

Para los años 2016-2017 el ingreso nacional disponible crecería 4,3% y 4,5% respectivamente, debido a la evolución esperada de la producción nacional, toda vez que la mejora prevista para el 2016 en términos de intercambio sería de 3,3% asociada a la ganancia relativa precios de bienes (2,3%)⁴⁰ y de servicios (2,6%). Para el 2017 la

³⁹ El cultivo de banano recuperó la producción afectada por las inundaciones en la zona Atlántica, el cultivo de piña aumentó debido a la cosecha del nuevo ciclo de plantaciones y, en el caso del café, el incremento responde al ingreso del período de cosecha de las plantaciones del programa de renovación cafetalera, así como la activación de nuevas zonas productoras, como la región de Los Santos.

⁴⁰ Si bien tanto los precios de exportaciones como de importaciones disminuyen, los segundos lo hacen en mayor medida, primordialmente por el precio de hidrocarburos (EUA\$55,3 por barril de producto terminado en el 2016 contra EUA\$64,4 un año antes). En el caso de los bienes exportables destaca la reducción en el precio internacional del café, azúcar y carne.

ganancia sería menor (0,5%) debido al incremento en el precio internacional de hidrocarburos.

En el marco previsto para la evolución de economía mundial y el desempeño de la actividad económica doméstica, las transacciones con el resto del mundo para el 2016 y 2017 suponen un endeudamiento neto con respecto al PIB de 4,1% y 4,3%, el cual contaría con financiamiento de largo plazo, particularmente de inversión directa. No obstante, los menores flujos financieros netos canalizados al sector público propiciarían una disminución de las reservas internacionales netas (activos de reserva) de EUA\$326 millones y EUA\$308 millones, en ese orden.

La cuenta corriente de la balanza de pagos presentaría un déficit de 4,2% en el 2016 y 4,4% en el 2017, como proporción del PIB. La brecha negativa de la cuenta de bienes estaría asociada principalmente al repunte en el valor de las compras externas de bienes; pese al mejor desempeño previsto para las ventas de bienes al resto del mundo.

La mayor actividad económica del país y precios de materias primas en niveles bajos influirían en el crecimiento nominal previsto para las importaciones de bienes en 2016 (6,6%, con una tasa en términos reales de 10,2%). En 2017 el valor de las importaciones crecería 8,9%, con un efecto combinado de mayores precios y mayor cantidad importada (7,2% en términos reales). Las proyecciones suponen mayores

Cuadro 9. Balanza de Pagos ^{1/} -millones de dólares y % del PIB-			
	2015	2016	2017
I Cuenta corriente	-2.382	-2.387	-2.614
A. Bienes	-5.880	-5.998	-6.651
B. Servicios	5.433	6.001	6.523
C. Ingreso Primario	-2.370	-2.839	-2.954
D. Ingreso Secundario	435	449	467
II Cuenta de Capital	31	32	33
Préstamo neto (+) /			
Endeudamiento neto (-)	-2.350	-2.355	-2.581
III Cuenta financiera	-2.994	-2.029	-2.273
Sector Público	-1.858	-517	-977
Secto Privado	-1.136	-1.512	-1.296
Pasivos de Inversión Directa	-3.009	-3.200	-3.315
IV Activos de Reserva	644	-326	-308
Relaciones respecto al PIB			
Endeudamiento neto	-4,3	-4,1	-4,3
Cuenta corriente	-4,4	-4,2	-4,4
Cuenta comercial	-10,9	-10,5	-11,1
Balance de servicios	10,0	10,5	10,9
Balance de ingreso primario	-4,4	-5,0	-4,9
Cuenta financiera	-5,5	-3,6	-3,8
Pasivos de inversión directa	-5,6	-5,6	-5,5
Saldo RIN	14,5	13,2	12,0

^{1/} Datos estimados.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

compras externas de mercancías del régimen definitivo (sin hidrocarburos), particularmente de bienes de consumo, resto de materias primas y bienes de capital, así como mayores compras externas de las empresas amparadas a regímenes especiales.

Por su parte, el valor de las exportaciones subiría 9,5% y 7,7% en términos nominales (11% y 6,7% en reales) en el 2016 y 2017 respectivamente, en línea con los pronósticos de crecimiento mundial. Este comportamiento, estaría asociado al incremento en las ventas externas de las empresas de zona franca y perfeccionamiento activo y las del régimen definitivo, en especial, de productos manufacturados y agrícolas (banano y piña).

Las previsiones para las importaciones de hidrocarburos para el 2016 indican que la factura petrolera alcanzaría EUA\$1.138 millones, nivel inferior en 6,8% al de 2015, producto de la reducción en el valor unitario promedio del barril, de EUA\$64,4 en 2015 a EUA\$55,3 en 2016. Para el 2017, el valor de la factura petrolera rondaría EUA\$1.329 millones explicado, en mayor medida, por el incremento previsto en el precio (15,9%) que le ubicaría en EUA\$64. Lo anterior, supone el aumento de la demanda externa por esta materia prima, dado el mayor crecimiento estimado para la actividad económica mundial en 2017.

El aporte neto de los servicios continuaría positivo en el período 2016-2017 con superávit de 10,5% y 10,9% del PIB, en ese orden. Este balance prácticamente financiaría la brecha del comercio de bienes y, como ha sido característico de los últimos años, estaría liderado por los servicios de turismo receptivo, apoyo empresarial, informática e información.

Para el lapso de pronóstico la cuenta de ingreso primario ascendería a EUA\$2.839 millones y EUA\$2.954 millones en cada año, explicado por la mayor renta de la inversión directa (dividendos y reinversión de utilidades) y el pago de intereses por el financiamiento externo al sector público y privado. Por su parte, está previsto un superávit en la cuenta de ingreso secundario en torno a EUA\$460 millones cada año.

En la cuenta financiera, pese a que los flujos de inversión directa serían mayores, el ahorro externo neto canalizado al país no alcanzaría para cubrir los requerimientos de financiamiento externo, por lo que requeriría un uso de RIN de alrededor de EUA\$300 millones en cada año.

En particular, la cuenta de capital privado mostraría un ingreso neto de EUA\$1.512 millones y EUA\$1.296 millones en el 2016 y 2017, respectivamente. En tanto, el sector público contaría con financiamiento neto del resto del mundo cercano a EUA\$517 millones y EUA\$977 millones, asociado al desembolso de recursos para proyectos de obra pública (en ejecución o previstos para iniciar en el horizonte de pronóstico).

Por otra parte, se prevé un déficit para el Sector Público Global de 5,6% y 6,6% del PIB para el 2016-2017 y, en el caso particular del Gobierno Central de 6,0%⁴¹ y 6,5%, respectivamente. Para el 2016 está previsto que la Tesorería Nacional continúe atendiendo sus requerimientos de caja y otras obligaciones financieras mediante la colocación neta de bonos de deuda interna (colones y dólares), en mayor medida en entidades públicas, sin generar aún presiones alcistas sobre tasas de interés locales.

Por su parte, el Banco Central generaría un déficit financiero (0,6% del PIB para 2016-2017) inferior al observado en 2015; en tanto, que el resto del sector público no financiero continuaría registrando balances superavitarios de 1% y 0,5% del PIB en estos años respectivamente.

Dada la trayectoria creciente de la deuda pública, el financiamiento del déficit fiscal acentúa ese comportamiento y constituye un riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas y por ende, para la estabilidad macroeconómica. Ello por cuanto la competencia por fondos prestables llevaría a un estrujamiento del sector privado y limitaría el margen de acción del Banco Central.

Esta situación hace urgente la búsqueda de consensos nacionales sobre una reforma fiscal estructural, toda vez que los costos de la inacción generarían presiones al alza en las tasas de interés, estrujamiento del crédito al sector privado, reducción de la rentabilidad de la inversión en capital físico y humano, incremento en la percepción del riesgo país, menores ingresos de capital por inversión extranjera directa, presiones alcistas en inflación, todo ello con efectos directos y negativos sobre los flujos de inversión, el crecimiento económico, la generación de empleo y, en general sobre el bienestar de la sociedad costarricense.

Los agregados monetarios y crediticios, por su parte, crecerían en el 2016-2017 acorde con el comportamiento previsto para la actividad económica, el objetivo inflacionario y la continuidad del proceso de profundización financiera, característico de nuestra economía en los últimos años. Las tasas de variación del componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) estarían en torno a 11% en ambos años. Ello hace prever que la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado permitiría que el crédito crezca alrededor de 8,0% en el 2016 y de 9,0% un año después.

⁴¹ Dada la evolución de los ingresos y gastos del Gobierno Central durante el primer semestre del año, el Banco Central estima esta brecha en torno a 5,7%.

En cuanto a la composición del ahorro financiero y del crédito al sector privado por moneda, es de esperar que las medidas del Conassif y del Banco Central incentiven la preferencia por operaciones denominadas en colones. Esta condición estaría apoyada en el proceso gradual de internalización del riesgo cambiario por parte de los agentes económicos, el encarecimiento de la liquidez internacional y la aplicación de medidas de carácter prudencial.

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.

Cuadro 10. Principales variables macroeconómicas

	2015	2016	2017
PIB (miles de millones de ₡)	28.947	30.973	33.631
Tasas de crecimiento (variación %)			
PIB real	3,7	4,2	4,3
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	5,2	4,3	4,5
Tasa de desempleo ^{1/}	9,6	9,5	
Inflación (meta interanual)			
Variación de IPC ^{2/}	-0,8%	3% (±1 p.p.)	
Balanza de Pagos (% PIB)			
Cuenta corriente	-4,4	-4,2	-4,4
Cuenta comercial	-10,9	-10,5	-11,1
Cuenta financiera	-5,5	-3,6	-3,8
Pasivos de Inversión Directa	-5,6	-5,6	-5,5
Saldo RIN	14,5	13,2	12,0
Sector Público Global Reducido (% PIB)			
Resultado Financiero	-5,9	-5,6	-6,6
Gobierno Central	-5,8	-6,0	-6,5
Resto SPNF	0,7	1,0	0,5
BCCR	-0,8	-0,6	-0,6
Agregados monetarios y crediticios (variación %) ^{3/}			
Medio circulante	13,4	10,5	10,1
Liquidez moneda nacional (M2)	14,6	10,8	10,5
Liquidez total (M3)	10,6	9,4	9,2
Riqueza financiera total	10,9	10,9	11,3
Crédito al sector privado	11,8	8,1	8,9
Moneda nacional	10,0	8,2	11,1
Moneda extranjera	14,4	8,0	6,0

^{1/} Al IV trimestre de 2015 y I trimestre de 2016.

^{2/} Observado a diciembre de 2015.

^{3/} Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

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

3.3. Balance de riesgos

Estas proyecciones macroeconómicas parten de la mejor información disponible al 26 de julio de 2016; sin embargo, el Banco Central reconoce que existen eventos en el ámbito externo e interno que, de materializarse, podrían desviar esas proyecciones. En el campo externo destacan:

A. Crecimiento económico global:

- i) Un crecimiento mundial, en especial de los países avanzados socios comerciales, menor al previsto en este ejercicio, repercutiría negativamente en la demanda externa costarricense.
- ii) En el caso de los países emergentes destaca la incertidumbre por la desaceleración de China, por su relevancia como fuente de demanda externa, lo cual hace prever efectos sobre otras economías en especial de América Latina, en el tanto no sólo podría afectar las exportaciones de bienes y servicios de esas economías, sino también la percepción internacional de riesgo de la economía costarricense.

B. Precio de materias primas:

Si bien para los próximos 18 meses las condiciones previstas favorecen la estabilidad de precios, eventos no predecibles relacionados con factores climáticos (granos básicos) o conflictos geopolíticos en los países productores de petróleo, pueden desestabilizar los precios internacionales de estas materias primas.

C. Mayor volatilidad en mercados financieros internacionales.

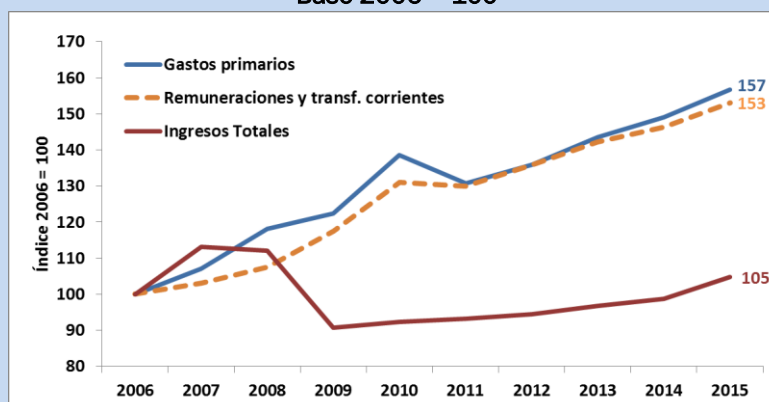
En el ámbito interno sobresalen los siguientes riesgos:

- A. Deterioro de las finanzas públicas mayor al previsto, cuyo financiamiento genere presiones sobre las tasas de interés locales.
- B. Efectos adversos por choques de oferta relacionados con el ENOS. Este patrón climatológico, entre otras variables meteorológicas, incide en la frecuencia de las precipitaciones. Dependiendo de su intensidad y duración, podría tener consecuencias adversas sobre el desempeño de la actividad agropecuaria, la infraestructura vial, los costos de producción y la capacidad de crecimiento de la economía costarricense.

Recuadro 3. Efectos del déficit fiscal sobre la estabilidad macroeconómica

En el período 2006-2015, los gastos primarios (gastos totales excluidos los intereses) del Gobierno Central acumularon una década de crecimiento real superior en 50% al de los ingresos. El comportamiento de estos egresos estuvo determinado, principalmente por las remuneraciones y transferencias corrientes (en especial, para pensiones con cargo al Presupuesto Nacional y para educación). Por otra parte, los ingresos en 2015 alcanzaron un nivel similar al de 2006, dada la falta de reformas tributarias estructurales para incrementar la base imponible y reducir la evasión y elusión fiscal.

Gráfico 3.1 Nivel real del gasto primario e ingresos totales
-Base 2006 = 100-



¹Ajustado por índice implícito del gasto de consumo del Gobierno General.

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del Ministerio de Hacienda.

En lo que transcurre de 2016, las autoridades gubernamentales han realizado esfuerzos para mejorar la recaudación tributaria y contener la expansión de los gastos, lo cual quedó de manifiesto en menores déficit financiero (2,2% del PIB contra 2,8% en el primer semestre del año anterior) y primario (0,9% contra 1,5%, respectivamente).

Además ha habido avances en la aprobación de cinco proyectos de ley dirigidos a solventar la situación fiscal, por la vía del gasto¹.

¹ Estos proyectos de ley son: i) Ley Marco de Contribución Especial de los Regímenes de Pensiones, 19.254; ii) Porcentaje de Cotización de Pensionados y Servidores Activos para los Regímenes Especiales de Pensiones, 19.310; iii) Reforma a la Normativa de los Regímenes Especiales de Pensiones con Cargo al Presupuesto Nacional para Contener el Gasto de Pensiones, 19.661; iv) Ley de Caducidad de Derechos de Pensión de Hijos e Hijas y Reformas al Régimen de Pensión de Hacienda, 19.857; y v) Eficiencia en la Administración de los Recursos Públicos, 19.555.

No obstante, el rendimiento previsto para esas iniciativas (estimado entre 0,3 y 0,4 p.p. del PIB) resulta marginal al compararlo con la magnitud requerida para lograr la sostenibilidad fiscal y con el que generarían las reformas tributarias pendientes de aprobación² (2,5 p.p. del PIB³). Lo anterior es un avance, pero es insuficiente para estabilizar la razón de la deuda del Gobierno a PIB y con ello que retorne a un sendero que sea sostenible en el largo plazo.

Para entender el comportamiento de la dinámica de la razón de deuda del Gobierno a PIB, durante el período en comentario, se utilizan los modelos de sostenibilidad fiscal⁴. Estos modelos parten de la restricción presupuestaria del Gobierno, la cual establece que la porción del pago de intereses de la deuda no cubierta con superávit primario se financia con nueva deuda, esto es:

$$\dot{d}_t = -sp_t + (r - \dot{y})_t d_{t-1} \quad (1)$$

Para estabilizar la razón de deuda: $\dot{d}_t = 0$ entonces:

$$sp_t = (r - \dot{y})_t d_{t-1} \quad (1.1)$$

donde:

\dot{d}_t : cambio en la razón de deuda a PIB d_{t-1} : razón de deuda a PIB del período anterior.

sp_t : superávit primario (% del PIB) r_t : tasa de interés real

\dot{y}_t : crecimiento real del PIB

La interpretación intuitiva de la condición (1) sugiere que estabilizar la razón de deuda a producto, requiere que el superávit primario de largo plazo cubra el costo efectivo del servicio de intereses (1.1). Según esta ecuación, la razón de deuda del Gobierno tenderá a subir (bajar) si: i) el resultado primario es deficitario (superavitario) y ii) la tasa de interés real es mayor (menor) que la tasa de crecimiento real del producto.

Dado lo anterior, se puede inferir que la razón de deuda del Gobierno a PIB presenta una tendencia creciente no sostenible (aumentó de 24,7% en 2008 a 41,4% en 2015), como resultado de la generación recurrente de déficit primario (desde el 2009) y una tasa real implícita de la deuda superior a la tasa de crecimiento real del producto (desde el 2013).

² Los proyectos relevantes por el lado de ingresos son: i) Lucha contra el Fraude Fiscal, 19.245; ii) Ley del Impuesto sobre el Valor Agregado, 19.678; iii) Ley del Impuesto sobre la Renta, 19.679; y iv) Creación del Impuesto a las Personas Jurídicas, 19.505.

³ Según las estimaciones del Ministerio de Hacienda.

⁴ Borensztein, Eduardo, Eduardo Levy Yeyaty and Ugo Panizza (2007). Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance. Economic and Social Progress in Latin America (2007 Report). Inter-American Development Bank. David Rockefeller Center for Latin American Studies. Harvard University.

Por tanto, cuanto más se postergue la aprobación de las reformas fiscales antes indicadas, mayor será el ajuste requerido para estabilizar la razón de deuda a PIB, esfuerzo estimado en el equivalente a 3,9 p.p. del PIB en el 2020.

Además, a partir de 2018, la razón de deuda podría superar el límite natural de la deuda estimado por el Banco Central (48,6% del PIB)⁵, definido como el umbral por encima del cual los ajustes fiscales requeridos son tan elevados que los convierte en poco creíbles.

Así, la ausencia de ajuste fiscal introduce riesgos a la estabilidad macroeconómica del país. De continuar esta situación, en el corto plazo, la mayor competencia por la captación de fondos prestables por parte de la Tesorería Nacional podría presionar al alza las tasas de interés locales y estrujar las oportunidades de financiamiento del sector privado. En el largo plazo, conllevaría, entre otros, problemas de productividad y de acceso a recursos externos que complementen el ahorro local y presiones a la depreciación de la moneda local. Todo ello con implicaciones directas sobre el sector real de la economía y, por ende, sobre el bienestar de la sociedad.

⁵ Chaverri, Carlos (2016) “Límite Natural de Deuda para la economía costarricense”. Departamento de Investigación Económica. Trabajo en proceso.