

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 4, del acta de la sesión 5677-2015, celebrada el 30 de enero del 2015, dispuso en firme, aprobar el programa macroeconómico 2015-2016, en los siguientes términos:

Junta Directiva

Presidente

Olivier Castro Pérez

Ministro de Hacienda

Helio Fallas Venegas

Directores

Juan Rafael Vargas Brenes

Jorge Alfaro Alfaro

Silvia Charpentier Brenes

PRESENTACIÓN

El cumplimiento de los objetivos macroeconómicos asignados al Banco Central de Costa Rica en su Ley Orgánica (Ley 7558) requiere una adecuada comunicación de sus estrategias y acciones de política. En este marco, el Banco Central presenta el Programa Macroeconómico¹ para el bienio 2015-2016, aprobado por la Junta Directiva en la sesión 5677-2015 del 30 de enero del 2015. El Programa considera el diagnóstico de la economía internacional y nacional para el 2014 y las proyecciones para los próximos dos años.

En el 2014 el crecimiento económico en las naciones avanzadas continuó mostrando signos de debilidad, con excepción de Estados Unidos, mientras que la mayoría de las economías emergentes se desaceleraron. Asimismo, la inflación internacional permaneció en niveles bajos, dada la holgura en la capacidad productiva y la estabilidad (y posterior reducción) en los precios de las materias primas. Por su parte, los mercados financieros experimentaron algunos eventos de volatilidad, principalmente como consecuencia del retiro gradual del estímulo monetario en Estados Unidos y de los conflictos geopolíticos en Europa del Este y el Medio Oriente.

En el ámbito interno, la situación macroeconómica evolucionó acorde con lo esperado:

- i) La inflación fue de 5,1%, ligeramente por encima del rango meta ($4\% \pm 1$ p.p.).
- ii) El crecimiento económico se ubicó en torno a 3,5% y se estima no generó presiones de demanda agregada sobre los precios.

¹ El inciso b) del artículo 14 de la Ley 7558 establece el compromiso de publicar el programa monetario, el cual a partir del 2007 es denominado Programa Macroeconómico. La congruencia de este programa es analizada con base en los resultados del Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT). Mayor detalle puede verse en el documento “El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio”, DIE-08-2008-DI. Además, con la publicación de este documento se atiende lo señalado en el literal f) de ese artículo, el cual dispone que esta Entidad publicará, en enero y julio, un informe sobre la evolución de la economía en el semestre previo.

- iii) El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue financiado con capital de largo plazo, proveniente en su mayoría de la inversión extranjera directa.
- iv) Los medios de pago crecieron acorde con la meta de inflación y el nivel de actividad económica. En general, se estima que el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios (tendencia) no generó excesos que propicien futuras presiones inflacionarias por demanda agregada.
- v) Las tasas de interés se ajustaron conforme al incremento aplicado al nivel de la Tasa de política monetaria (TPM) en el primer semestre del año.
- vi) El tipo de cambio se estabilizó en el segundo semestre, luego del alza y alta volatilidad que le caracterizó en la primera mitad del 2014.

No obstante, las finanzas públicas continuaron siendo un tema de preocupación, toda vez que el Gobierno Central acumuló un déficit levemente superior al del 2013 y, aunque su financiamiento no se manifestó en presiones adicionales sobre las tasas de interés internas (debido al uso de recursos externos y de fondos provenientes de los bancos comerciales locales y de entidades públicas), el Banco Central considera que la tendencia creciente de la razón de deuda pública al Producto Interno Bruto (PIB) constituye un riesgo para la estabilidad macroeconómica en el mediano plazo.

En línea con lo anterior, el Banco Central ha señalado la importancia de que se realicen acciones concretas para controlar y racionalizar el gasto y se aprueben reformas tendientes a incrementar la recaudación tributaria. Todo ello con el propósito de generar el superávit primario requerido para romper la tendencia creciente de la razón de la deuda pública a PIB, en un periodo razonable.

El Banco entiende que para alcanzar la sostenibilidad fiscal es necesaria una apertura de los distintos grupos de la sociedad costarricense, que permita atender las demandas por mayor eficiencia y equidad, por lo que, en su papel de consejero del Estado, mantiene su disposición para participar en el diálogo fiscal requerido.

El Banco Central mantiene las previsiones efectuadas en la revisión del Programa Macroeconómico de julio 2014, en cuanto a que la inflación convergerá al rango meta en los primeros meses del 2015. Para los próximos trimestres se estima no habrán presiones adicionales de demanda sobre la inflación, continuará la relativa estabilidad cambiaria y se manifestarían los efectos de la reducción observada en los precios internacionales de materias primas, principalmente hidrocarburos. Sin embargo, se reconocen los riesgos inherentes al financiamiento del déficit fiscal (presión en tasas de interés) y a la lenta convergencia de las expectativas de inflación al rango meta.

En razón de lo anterior, el Banco continuará con sus esfuerzos para mejorar la comunicación con la sociedad costarricense, promover el adecuado entendimiento de sus acciones y facilitar el proceso de formación de expectativas de los agentes económicos. Asimismo, dará seguimiento cercano a la situación macroeconómica del país, con el fin de ajustar, oportunamente, la postura de su política monetaria ante factores que atenten contra el cumplimiento de los objetivos asignados.

PROGRAMA MACROECONÓMICO 2015-2016

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica presenta el Programa Macroeconómico 2015-2016, documento que informa a la sociedad sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas en el 2014, así como las medidas de política, objetivos y proyecciones para los próximos 24 meses, conforme a lo dispuesto en el artículo 2 de su Ley Orgánica (Ley 7558). Particularmente, dicho artículo señala como objetivos prioritarios de esta institución preservar la estabilidad interna y externa del colón y asegurar su conversión a otras monedas.

La coyuntura económica durante el 2014 se caracterizó por:

- i) La inflación, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC) fue 5,1%, ligeramente por encima del rango meta ($4\% \pm 1$ p.p.).

Este desvío, aunque de mayor magnitud, formó parte de las previsiones de la revisión² del Programa Macroeconómico 2014-2015, ejercicio que también consideró la convergencia de la inflación al rango meta en el primer semestre del 2015. Dicha convergencia se estima aún viable toda vez que los indicadores de inflación subyacente continúan dentro de ese rango, no existen presiones inflacionarias adicionales por demanda agregada y el control monetario ha evitado que el crecimiento de los medios de pago y del crédito genere, en los próximos trimestres, presiones inflacionarias por excesos de demanda agregada. Además, el choque de precios internacionales del petróleo, favorable para la economía local, está contribuyendo a esa convergencia.

Entre setiembre del 2014 y enero del 2015 las expectativas inflacionarias disminuyeron (de 6,8% a 5,9% en el orden indicado), pero todavía continúan por encima de la meta de inflación. Por tal razón, el Banco Central admite que debe continuar con acciones que contribuyan a mejorar la credibilidad de los agentes económicos en el compromiso institucional con la inflación.

- ii) El crecimiento de la actividad económica (3,5%) fue similar al del 2013 y a lo previsto en la programación macroeconómica, sin generar presiones adicionales de demanda agregada sobre la inflación.
- iii) El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (4,9% del PIB) fue financiado con flujos de mediano y largo plazo, mayoritariamente provenientes de inversión extranjera directa. Además, el saldo de reservas internacionales netas (RIN) se redujo en menor medida a lo previsto en la revisión del Programa Macroeconómico 2014-2015 (EUA\$113 millones que se compara con EUA\$466 millones), lo cual amplió la disponibilidad de recursos financieros en la economía.
- iv) Los medios de pago crecieron acorde con la meta de inflación y el nivel de actividad económica y, aunque los agregados monetarios amplios y el crédito al sector privado aumentaron más de lo previsto, el componente de tendencia indica que dicha situación no generó excesos monetarios que propicien futuras presiones inflacionarias por demanda agregada.

² Aprobada por la Junta Directiva en el artículo 7 de la sesión 5657-2014 del 30 de julio del 2014.

- v) Las tasas de interés aumentaron en línea con el incremento aplicado al nivel de la Tasa de política monetaria (TPM).
- vi) El tipo de cambio, luego del alza y alta volatilidad que le caracterizó en la primera mitad del año, presentó en el segundo semestre un comportamiento relativamente estable (con ligeras presiones a la baja y menor variabilidad), en parte como resultado de las acciones aplicadas por el Banco Central para ordenar los flujos de divisas en el mercado cambiario.
- vii) El déficit del Gobierno Central fue de 5,7% del PIB (5,4% en 2013). La Tesorería Nacional atendió su requerimiento de recursos, mayoritariamente, con financiamiento proveniente de los mercados internacionales, de los bancos comerciales locales (particularmente en moneda extranjera) y de las entidades públicas, lo cual contribuyó a mitigar la presión sobre las tasas de interés internas.

A pesar de que, como se indicó antes, en la segunda parte del 2014 la inflación interanual estuvo fuera del rango meta, el Banco Central dispuso mantener en el bienio 2015-2016 la meta de inflación en 4% \pm 1 p.p., pues estima que existen condiciones para la convergencia en el 2015 hacia el objetivo establecido, en tanto:

- i) La política monetaria del BCCR propicie que la tendencia de los agregados monetarios y el crédito al sector privado (determinantes macroeconómicos de la inflación en el largo plazo) continúen evolucionado en forma coherente con dicha meta, con lo que se evitarían presiones adicionales por la vía de la demanda agregada³.
- ii) El choque de precios internacionales del petróleo, favorable para la economía local, coadyuve en esa convergencia.
- iii) Existe relativa estabilidad cambiaria y se estima que la economía ya se ajustó a los efectos inerciales del traspaso a los precios del aumento que presentó el tipo de cambio en el primer semestre del 2014.

La decisión de mantener la meta de inflación se enmarca en una visión de mediano y largo plazo y, por tanto, da continuidad al proceso de convergencia gradual hacia la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales del país (en torno a 3%⁴).

El Banco Central considera que cumplir con el objetivo prioritario de estabilidad interna de la moneda es su mejor aporte a la sociedad costarricense. En términos generales, una inflación baja y estable facilita el cálculo económico para la toma de decisiones de ahorro e inversión y tiene efectos redistributivos en favor de los agentes de menores ingresos. De esta forma, esta entidad también contribuye con la promoción del crecimiento económico, el empleo y la estabilidad del sistema financiero, objetivos subsidiarios establecidos en el artículo 2 de su Ley Orgánica.

³ El exceso de gasto cuyo origen se relaciona con desequilibrios en el mercado monetario es aproximado con la brecha del producto. La brecha es definida como la diferencia entre el nivel del producto efectivo y el potencial, expresada como porcentaje de este último. El producto potencial se refiere al nivel máximo de producción que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, sin que se generen presiones inflacionarias.

⁴ Ver documento "Inflación de socios comerciales como referencia para la meta de inflación en Costa Rica", Documento de Trabajo-22-2012, Departamento de Investigación Económica, BCCR.

Además, la estabilidad interna del colón contribuye a crear un entorno apropiado para que otras áreas de la política económica puedan generar resultados coherentes con la búsqueda de la estabilidad macroeconómica del país. Sobre este tema, debe señalarse que uno de los principales riesgos para cumplir la meta de inflación es que el déficit fiscal alcance niveles que comprometan la sostenibilidad de la deuda pública.

Por otra parte, en materia de estabilidad externa del colón, el Banco Central coadyuvará a que existan condiciones para que la economía sea capaz de atraer el ahorro externo de mediano y largo plazo, requerido para financiar la brecha de cuenta corriente de la balanza de pagos.

Para cumplir los objetivos planteados en el Programa Macroeconómico 2015-2016, el Banco Central aplicará las siguientes medidas:

- i) Disminuir la TPM en 50 puntos básicos (p.b.) en el 2015.
- ii) Mantener la tasa de encaje mínimo legal en 15%. Además, la Junta Directiva dispuso enviar en consulta una medida que pretende extender este requisito a las nuevas operaciones de endeudamiento externo de mediano y largo plazo que se constituyan después de su aprobación. Lo anterior, con el propósito de que las tasas de interés en moneda extranjera incorporen los riesgos asociados al uso de recursos externos en el proceso de intermediación financiera.
- iii) Continuar con la gestión de liquidez, mediante su participación en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL). Esta medida procura mejorar la transmisión de los movimientos en el costo de los recursos en dicho mercado hacia el resto de tasas de interés del sistema financiero.
- iv) Mantener la coordinación con el Ministerio de Hacienda en gestión de deuda, para evitar la concentración de vencimientos en fechas focales y promoverá la colocación de instrumentos de deuda a plazos mayores.
- v) Contribuir en la mejora del control de la reserva de liquidez⁵.
- vi) Procurar un nivel de reservas internacionales netas acorde con los requerimientos de la economía, para lo cual aplicará un programa de compra de reservas internacionales durante el lapso febrero 2015-diciembre 2016, hasta por un máximo de EUA\$800 millones. Estas compras se realizarían atendiendo los costos (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) y beneficios (blindaje ante choques externos).
- vii) Establecer, a partir del 2 de febrero de 2015, un régimen cambiario de flotación administrada cuyos principales aspectos funcionales señalan que:

⁵ El Banco Central puede eximir del encaje mínimo legal a cooperativas de ahorro y crédito, asociaciones solidaristas y entes similares (artículo 117 de la Ley 7558), en estos casos les aplica una reserva de liquidez en igual porcentaje al definido para el encaje, en las condiciones definidas por la Junta Directiva de esta Entidad. En el 2014 el Banco Central envió en consulta la propuesta de mantener el 100% de la reserva de liquidez en colones bajo la figura de depósitos en el Mercado Integrado de Liquidez (mayor detalle en [Cambio en Regulaciones de Política Monetaria](#)), tema que a la fecha de este Programa estaba pendiente de discusión.

- a. En este régimen, el Banco Central permitirá que el tipo de cambio sea determinado libremente, pero se reserva la posibilidad de participar en el mercado cambiario con el fin de evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio.
- b. El Banco Central continuará utilizando en sus operaciones de estabilización las reglas de intervención vigentes.

Estas medidas serán adoptadas en un contexto macroeconómico que se prevé estará caracterizado por:

- i) Recuperación gradual de la economía mundial con riesgos a la baja.
- ii) Continuación del proceso de normalización de la política monetaria por parte del Sistema de la Reserva Federal con ajustes graduales en los macroprecios, especialmente en las tasas de interés, a partir del segundo semestre del 2015.
- iii) Financiamiento parcial del déficit del Gobierno (5,7% del PIB⁶) con la última emisión autorizada de títulos de deuda externa (EUA\$1.000 millones). Dado el deterioro fiscal, el financiamiento interno requerido podría presionar al alza las tasas de interés; no obstante, dichas presiones serían menores en la medida en que las acciones previstas por el Ministerio de Hacienda para reducir su desbalance den los resultados esperados.
- iv) Crecimiento económico de 3,4% y 4,1% en el 2015 y 2016, respectivamente. Estas tasas incorporan el efecto del retiro de operaciones de manufactura de la empresa Componentes Intel de Costa Rica S.A. (en adelante, Intel) y del fenómeno El Niño Oscilación Sur (ENOS)⁷ observado en el 2014, así como la mejora en los términos de intercambio.
- v) Déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos cercano a 4,0% y 4,4% del PIB en el 2015 y 2016 respectivamente, financiado con recursos de mediano y largo plazo.
- vi) Crecimiento promedio de los agregados monetarios y crediticios en torno a la meta de inflación y al incremento gradual de la profundización financiera.

Como se ha señalado en otras ocasiones, el Banco Central ajustará su política ante eventos del entorno macroeconómico que, a su criterio, dificulten el cumplimiento de los objetivos asignados en su Ley Orgánica. El Programa Macroeconómico considera la existencia de riesgos que, de materializarse, podrían comprometer el logro de la meta inflacionaria y las proyecciones macroeconómicas. Particularmente, destacan el desequilibrio fiscal, la falta convergencia de las expectativas de inflación hacia la meta, efectos adversos sobre la producción del fenómeno ENOS observado en el 2014 y aumentos no previstos en los precios internacionales de las materias primas.

⁶ El Ministerio de Hacienda comunicó, previo a la aprobación de este Programa, que el déficit del Gobierno Central en el 2014 fue equivalente a 5,6% del PIB. Sin embargo, en fecha posterior a ese anuncio el Banco Central concluyó el proceso de revisión del nivel del PIB para el 2014, resultado que ubica esa relación en 5,7%.

⁷ De acuerdo con el Instituto Meteorológico Nacional, es un fenómeno oceánico-atmosférico que consiste en la interacción de las aguas superficiales del océano Pacífico tropical con la atmósfera circundante. Está relacionado con trastornos climáticos en muchas partes del mundo, así como con alteraciones significativas en diversos tipos de ecosistemas tanto terrestres como marinos.

En cuanto a las finanzas públicas, el Banco Central ha señalado la importancia de que se tomen acciones concretas para controlar y racionalizar el gasto y se aprueben reformas tendientes a incrementar la recaudación tributaria. Todo ello con el propósito de generar el superávit primario requerido para romper la tendencia creciente de la razón de la deuda pública a PIB en un periodo razonable.

El Banco entiende que para alcanzar la sostenibilidad fiscal se requiere de una apertura de los distintos grupos de la sociedad costarricense, que permita atender las demandas por mayor eficiencia y equidad, por lo que, en su papel de consejero del Estado, mantiene su disposición para participar en el diálogo fiscal requerido.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA DEL 2014

2.1. Economía internacional

Al término del 2014 la actividad económica mundial en los países avanzados continuó mostrando signos de debilidad, con excepción de Estados Unidos, en tanto que las economías emergentes en su mayoría se desaceleraron. El entorno internacional fue afectado por riesgos asociados con la divergencia de las políticas monetarias en las economías avanzadas, la tendencia a la baja de los precios del petróleo y las tensiones geopolíticas, relativos particularmente al proceso electoral en Grecia y a los conflictos en Europa del Este y Medio Oriente, los cuales incrementaron la volatilidad en los mercados internacionales.

En Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica continuó consolidándose a mayor ritmo en el segundo y tercer trimestres (tasas anualizadas de 4,6% y 5,0%, respectivamente) y hubo una mejora en el mercado laboral (la tasa de desempleo descendió de 6,1% a 5,6% entre junio y diciembre, el nivel más bajo desde mediados del 2008). Sin embargo, en el cuarto trimestre dicho crecimiento se desaceleró (tasa anualizada de 2,6%) debido al aumento de las importaciones, una mayor caída del gasto del Gobierno federal y al menor ritmo de crecimiento de la inversión fija no residencial y las exportaciones.

Según el Fondo Monetario Internacional⁸, la economía estadounidense continuaría mejorando debido, principalmente, al robustecimiento de la demanda

Cuadro 1. Producto Interno Bruto mundial
- variación porcentual -

| | Fondo Monetario Internacional | | Banco Mundial | Consensus Forecasts | Promedio |
|---|-------------------------------|------|---------------|---------------------|----------|
| | 2013 | 2014 | 2014 | 2014 | 2014 |
| Mundo | 3,3 | 3,3 | 2,6 | 2,7 | 2,9 |
| Economías avanzadas | 1,3 | 1,8 | 1,8 | n.d | 1,8 |
| Estados Unidos | 2,2 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 |
| Zona del euro | -0,5 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Alemania | 0,2 | 1,5 | n.d | 1,5 | 1,5 |
| Francia | 0,3 | 0,4 | n.d | 0,4 | 0,4 |
| Japón | 1,6 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Países emergentes y en vías de desarrollo | 4,7 | 4,4 | 4,4 | n.d | 4,4 |
| China | 7,8 | 7,4 | 7,4 | n.d | 7,4 |
| América Latina | 2,8 | 1,2 | 0,8 | 0,9 | 1,0 |
| Brasil | 2,5 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,1 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Consensus Forecasts y Banco Mundial, estimaciones a enero del 2015.

⁸ Perspectivas de la Economía Mundial, actualización de las proyecciones centrales, enero 2015.

privada interna, estimulada por el abaratamiento del petróleo y el respaldo de la política monetaria acomodaticia, a pesar del aumento gradual que se espera en las tasas de interés.

La mayor fortaleza del dólar y la ampliación de los programas de estímulo monetario anunciados por el Banco Central Europeo y el Banco de Japón, podrían complicar las decisiones del Sistema de la Reserva Federal, cuyo Comité Federal de Mercado Abierto, en el comunicado de su reunión del 27 y 28 de enero, 2015 manifestó: i) que el crecimiento de la economía estadounidense es sólido, ii) su preocupación por la caída de la inflación en el corto plazo (aunque espera que vuelva a subir gradualmente hacia la meta en el mediano plazo) y iii) que puede ser paciente en comenzar a normalizar la postura de la política monetaria.

El eventual aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, aunado a debilidad económica que muestran varios de sus socios comerciales, podría afectar negativamente la evolución de su economía.

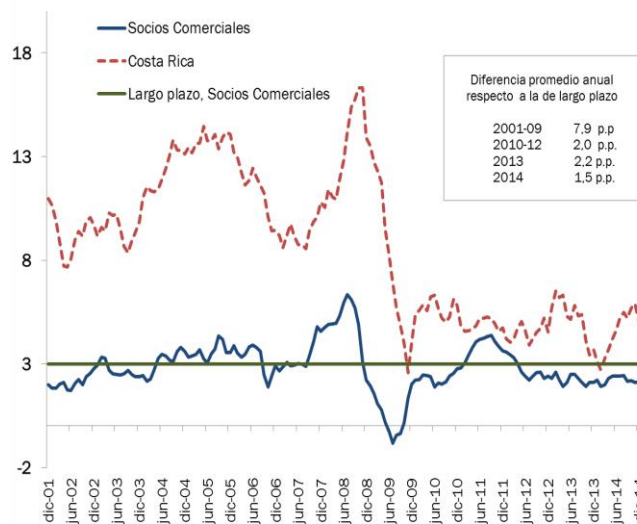
Precisamente dos de esos socios, Europa Occidental y Japón, empeoraron su desempeño económico. La zona del euro continuó su recuperación, pero a un ritmo menor a lo esperado; para el año el FMI estimó un crecimiento de 0,8% (1,1% lo previsto a mediados del 2014). Pese a ello, persiste el riesgo de deflación, por lo cual el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo amplió su programa de compra de activos, iniciado en setiembre del 2012⁹.

En cuanto a Japón, recientemente las autoridades de ese país declararon la cuarta recesión en seis años, así como la ampliación del programa de estímulo monetario.

En el caso de las economías emergentes, las proyecciones indican que el crecimiento se ha deteriorado, aunque con diferencias entre países. Han incidido los problemas estructurales que afectan la inversión y el crecimiento potencial, además de la debilidad en la demanda interna y en las exportaciones. Esto último debido al menor crecimiento mundial y a la reducción en los precios de las materias primas.

En particular, China siguió desacelerándose como resultado de la moderación de la actividad doméstica (actividades de construcción e inmobiliarias), aunque esta situación fue parcialmente compensada por el repunte de las exportaciones. No obstante, las perspectivas para dicha nación son a la

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



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

⁹ Las compras de activos ofrecen un estímulo monetario a la economía en un contexto en el que las tasas de interés del BCE están en su límite inferior. También relajan aún más las condiciones monetarias y financieras, abaratando el acceso de empresas y hogares al crédito, lo que representa un respaldo para la inversión y el consumo.

baja, debido a la eventual caída de la demanda externa procedente de Europa y al ajuste en marcha del sector inmobiliario.

En Latinoamérica, la desaceleración apuntada fue especialmente marcada en Brasil, cuyo PIB se contrajo en el primer y segundo trimestres (tasas anualizadas de -0,6% y -2,3%, en ese orden). Por otra parte, en algunas de estas economías las monedas se depreciaron por los menores ingresos ante la caída en los precios de los productos básicos.

La mayor estabilidad de los precios de materias primas en el mercado internacional en los primeros meses del 2014 y la posterior reducción en los precios de los granos básicos y del petróleo¹⁰ desde mediados del segundo trimestre, explica en parte la baja inflación en las economías avanzadas y compensó parcialmente el comportamiento al alza en la mayoría de países emergentes.

En el caso específico de los principales socios comerciales de Costa Rica, se estima para el 2014 una inflación interanual promedio de 2,4% (2,2% en 2013), con lo cual el diferencial entre dicho indicador y la tasa de inflación promedio local fue de 2,3 p.p. (1,5 p.p. tomando como referencia la inflación de largo plazo, estimada en 3,0%).

Por último, de acuerdo con el FMI el balance de riesgos para el crecimiento mundial está más equilibrado. El principal factor que generaría estímulo en la actividad económica es la caída en el precio internacional del petróleo, aunque hay incertidumbre acerca de la persistencia del exceso de oferta de crudo.

Según dicho organismo, entre los elementos que introducen riesgos a la baja están los cambios en la confianza de los consumidores y la volatilidad de los mercados financieros internacionales, especialmente en las economías de mercados emergentes, dado que la caída de los precios del petróleo ha generado vulnerabilidades externas y afectación sobre los países exportadores de este producto.

2.2. Economía nacional

2.2.1. Inflación

La inflación general, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor, fue 5,1% a diciembre, en tanto que la inflación subyacente¹¹ permaneció contenida en el rango objetivo de precios.

¹⁰ Entre abril y diciembre del 2014, los precios de los granos básicos se redujeron en un promedio de casi 22%, en tanto que la caída en el precio del petróleo fue de casi 50%.
¹¹ Medida de la inflación asociada al fenómeno monetario y salarial. Este indicador se aproxima por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), del IPCX (excluye de la canasta de alimentos leguminosas y tubérculos), Exclusión de 46 artículos más volátiles y Reponderación por persistencia (RPP). Estos tres últimos, de exclusión y de reponderación; para mayor detalle, consultar "Medición de la inflación: exclusión y reponderación", Documento de Investigación Económica, BCCR, en <http://www.bccr.fi.cr/investigacioneseco>

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

| | 2013 | 2014 | Ponderaciones | |
|---------------------------------|------------|------------|---------------|--------|
| | | | jul-06 | dic-14 |
| IPC | 3,7 | 5,1 | | |
| Regulados | 5,1 | 5,7 | 21 | 22 |
| Combustibles | -1,8 | 2,6 | | |
| Resto | 7,2 | 6,5 | | |
| No Regulados | 3,3 | 5,0 | 79 | 78 |
| Bienes | 1,5 | 4,7 | 53 | 48 |
| Servicios | 5,8 | 5,5 | 47 | 52 |
| Transables | 0,5 | 4,0 | 40 | 32 |
| No Transables | 5,3 | 5,7 | 60 | 68 |
| Subyacente ^{1/} | 3,4 | 4,8 | | |

^{1/} Promedio simple del ISI, IPCX, IMT, ISI_46, reponderados por volatilidad y persistencia.

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

La presión inflacionaria observada a partir de marzo no estuvo asociada a desequilibrios monetarios ni presiones de inflación importada. Las medidas de control del Banco Central permitieron que los medios de pago, determinantes de la inflación en el largo plazo, crecieran a tasas acordes con el nivel de actividad económica, la meta de inflación y el mayor grado de profundización financiera. Por tal razón su comportamiento no generó presiones adicionales de demanda sobre los precios¹².

Tampoco se percibieron presiones sobre los precios locales por inflación importada. Tal como se indicó en la sección previa, se estima para los principales socios comerciales del país una inflación interanual promedio de 2,4% en 2014, cifra por debajo de su nivel estimado de largo plazo (3%).

Dado lo anterior, la inflación del 2014 estuvo determinada entre otros elementos por:

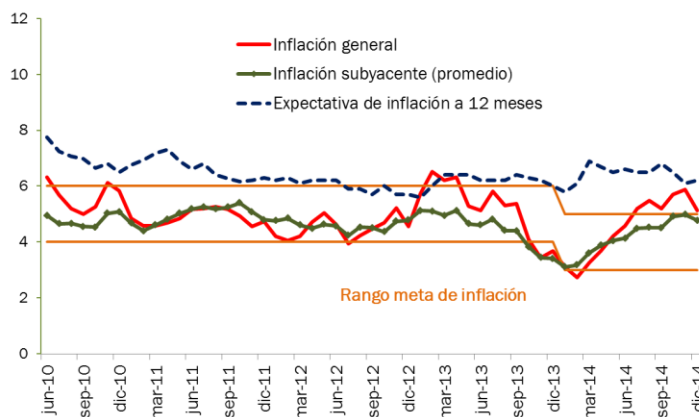
i) Un efecto base que influyó de forma diferenciada a lo largo del año. Así, la base de comparación relativamente alta del primer cuatrimestre del 2013 explicó en parte que, pese a la aceleración de la inflación en el primer semestre del 2014, las variaciones interanuales fueran bajas y se ubicaran dentro del rango objetivo de inflación; caso contrario ocurrió en la segunda parte, cuando el efecto de la baja inflación en el segundo semestre del 2013 influyó en el desvío de la inflación en el 2014.

ii) El incremento en los precios de los bienes y servicios regulados, específicamente en electricidad y combustibles en el primer semestre.

iii) La depreciación del colón, que incidió en forma directa sobre el precio de los combustibles locales e indirectamente sobre otros precios y costos. El tipo de cambio nominal promedio aumentó en el primer semestre del 2014 8,2%, luego de lo cual mostró una relativa estabilidad con tendencia a la baja, con una variación de -0,3% en la segunda mitad del año¹³.

iv) El deterioro de las expectativas de inflación a 12 meses, también vinculado con el aumento en el tipo de cambio y en las tarifas de algunos bienes y servicios regulados. Esta variable registró un valor medio de 6,0% en el primer bimestre del 2014 y de 6,5% entre marzo y diciembre¹⁴, valores por

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



^{1/} Promedio simple del ISI, IMT, IPCX, ISL_46, RPV y RPP simple del ISI, IMT e IPCX.
Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

¹² La brecha del producto se mantuvo en niveles negativos y no se esperan presiones por esta vía en los próximos trimestres.

¹³ Se usó como referencia el tipo de cambio de Monex al término de cada periodo.

¹⁴ Según la encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio, elaborada por el BCCR. En este lapso la encuesta registró valores de hasta 6,9%.

encima del rango objetivo de inflación del BCCR. Este hecho acentuó el problema de la falta de convergencia de las expectativas a la meta de precios, manifiesto desde marzo del 2013.

2.2.2. Actividad económica

La actividad económica del país, medida por el PIB, se estima creció en términos reales 3,5% en el 2014, similar a lo previsto en la revisión del Programa Macroeconómico y a la del año previo. Si bien en el primer semestre el producto creció 3,7%, en la segunda mitad del año se desaceleró, debido en mayor medida al cierre de las operaciones de manufactura de la empresa Intel y a la menor demanda externa por servicios empresariales.

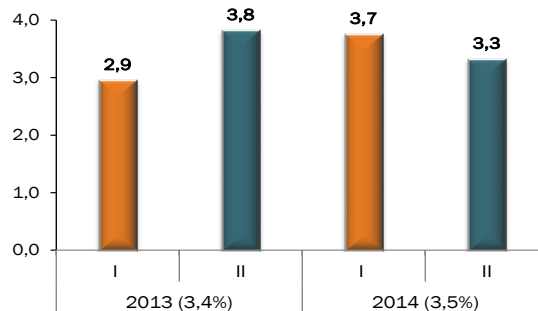
Durante el 2014 el crecimiento de la producción, por el lado de la oferta, estuvo liderado por los servicios, en particular:

- i) Transporte, almacenamiento y comunicaciones creció 5,8% (4,8% en 2013), debido a la mayor demanda por servicios de telefonía, internet vía cable modem y de los conocidos como “triple play”, así como los servicios de transporte de pasajeros y de carga por carretera.

- ii) Comercio, restaurantes y hoteles aumentó 3,7%. En el comercio destacaron las mayores ventas de artículos para entretenimiento y telecomunicaciones, en lo que contribuyó el campeonato mundial de fútbol Brasil 2014. Por su parte, la mayor demanda por servicios prestados al turismo receptor¹⁵ incidió positivamente en las actividades de hoteles y restaurantes.

- iii) Los servicios financieros crecieron 7,2% (7,1% en 2013), producto de la mayor colocación de crédito al sector privado y captación de depósitos a plazo por

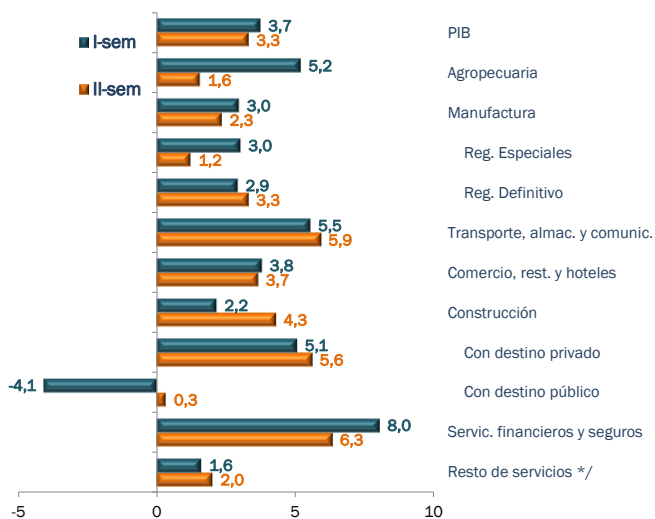
Gráfico 3. Producto Interno Bruto real ^{1/}
Variación % interanual (tendencia ciclo)



^{1/} Preliminar 2014.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 4. Valor agregado por industrias en 2014
Variación porcentual interanual (serie tendencia ciclo)



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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁵ En el 2014 se estima que la entrada de turistas creció 4,1% (3,6% en 2013).

parte del sistema bancario y, en menor medida, por comisiones asociadas con el uso de tarjetas de crédito y por operaciones cambiarias.

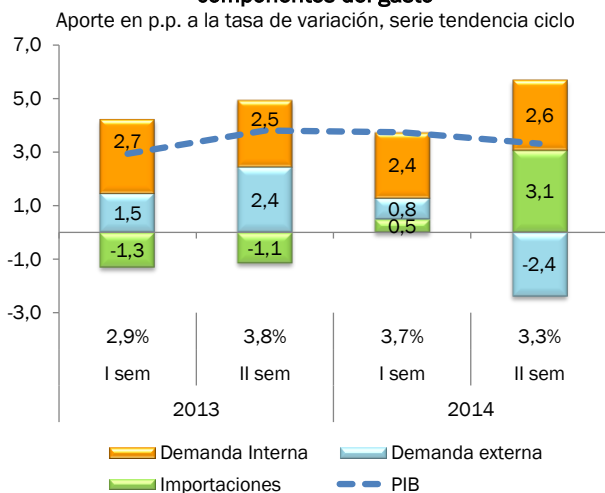
- iv) Los servicios prestados a empresas crecieron 3,9% (6,6% en 2013), debido a la menor demanda externa por servicios de centros de llamadas y de la interna por servicios de publicidad¹⁶.
- v) En el resto de servicios destacó la evolución de los comunales, sociales y personales relacionados con actividades de diversión y esparcimiento, instrucción privada, reparación de automóviles y servicios domésticos.

La construcción creció 3,1% (3,6% en 2013), explicado por el aumento en obras con destino privado (5,4%), dado que aquellas con destino público disminuyeron 1,9%, principalmente por la menor ejecución en los proyectos hidroeléctricos.

La industria agropecuaria aumentó 3,7% (-0,3% en 2013). Esta actividad mostró mayor dinamismo en el primer semestre (5,2%), debido a la evolución de productos principalmente de exportación, como piña (11,4%), banano (17,2%) y melón (23,5%)¹⁷. En el segundo semestre, el ritmo de crecimiento se moderó (1,6%), debido a los efectos climáticos adversos asociados al fenómeno ENOS¹⁸.

La manufactura creció 2,4% (4,2% en 2013); la producción de las empresas del régimen definitivo creció a una tasa media de 3,1%, mientras que la de las empresas de regímenes especiales aumentó 1,6%. En esta última influyó el traslado de operaciones de la empresa Intel, que implicó la reducción paulatina de exportaciones de microprocesadores y componentes electrónicos, situación acentuada en el último trimestre. Sin embargo, la mayor demanda externa por equipos e implementos médicos atenuó este impacto.

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Desde la óptica de los componentes del gasto, la mayor contribución al crecimiento del PIB durante la primera parte del 2014 provino de la demanda interna, que aportó 2,4 p.p.. Cabe resaltar que

¹⁶ Los servicios de publicidad impresa se han ido sustituyendo por la digital, lo cual ha llevado a cambios en la estrategia para pautar anuncios.

¹⁷ En el caso de la actividad piñera influyó el inicio del nuevo ciclo de áreas para cosecha y el incremento en la densidad de las plantaciones con mejor calidad de la fruta y mayor cantidad de cajas producidas. Por su parte, el aumento en el rendimiento por hectárea, así como la mayor exposición del producto a cosecha y condiciones climáticas favorables, incidieron en forma positiva en la producción de melón y banano.

¹⁸ Este fenómeno provocó sequías en el Pacífico Norte, Central y Sur y aumentó la precipitación lluviosa en el Caribe, lo cual afectó la producción de banano y arroz en -9,8 y -28,9%, respectivamente.

en la segunda parte del año la, reducción de las importaciones generó un aporte positivo en 3,1 p.p., mientras la demanda externa disminuyó su contribución en 2,4 p.p.

El crecimiento afectó de la demanda interna (2,4%) estuvo determinado, en mayor medida, por la evolución del gasto en consumo privado, cuya tasa de variación (3,9%) superó el promedio de los últimos cinco años (3,7%). El impulso del consumo privado estuvo asociado con el comportamiento del ingreso nacional disponible (4,2%, 1,1 p.p. más que en el 2013) y el acceso al crédito bancario.

En el gasto de los hogares destacó, en orden de importancia, el mayor consumo de bienes importados (duraderos y no duraderos), los servicios de transporte terrestre, telecomunicaciones, diversión y esparcimiento, educación y salud privados y servicios financieros.

La formación bruta de capital fijo creció a una tasa de 4,5% (12,3% en 2013), impulsada por la inversión privada (6,3%) y atenuada por la contracción de la inversión pública (-2,2%). La menor tasa respecto al 2013 reflejó la desaceleración en la inversión en maquinaria industrial, equipo para transporte y en nuevas construcciones. En esta última influyó, en mayor medida, la contracción de la inversión en infraestructura pública (-3,5%), debido a la disminución en la ejecución de proyectos del sector energía.

El gasto de consumo final del gobierno general aumentó 3,5%, para una aceleración de 0,7 p.p. respecto a lo observado en 2013. En este resultado incidió el incremento en la compra de bienes y servicios (12,2%), que en términos nominales superó el crecimiento de la inflación, así como la creación de nuevas plazas en educación, salud y en la administración pública.

La demanda externa por bienes y servicios decreció (1,7%)¹⁹ en el 2014, explicada por la reducción de 3,4% en las exportaciones de bienes, en especial de empresas de regímenes especiales relacionadas con productos electrónicos y procesadores²⁰ y, en menor medida, con productos eléctricos y alcohol²¹. Este efecto fue atenuado por el buen desempeño de las ventas de empresas del régimen definitivo, principalmente de productos agrícolas (piña, banano y melón) y llantas. En contraste, las exportaciones de servicios aumentaron 4,5% en el 2014 (6,0% en 2013), en gran parte producto de la mayor afluencia de turistas. Cabe indicar que Estados Unidos continuó siendo el principal mercado de destino de las exportaciones, aunque también es destacable el repunte del mercado europeo y del grupo de países del Caribe y Oceanía²².

Por otra parte, las importaciones de bienes y servicios disminuyeron 4,0% (aumento de 2,1% en 2013), debido a las menores adquisiciones de insumos vinculados a la industria eléctrica y electrónica (influido por el traslado de operaciones de manufactura de Intel), situación que fue atenuada por mayores compras de productos alimenticios e insumos vinculados con la industria plástica y de materiales para la construcción.

¹⁹ Contracción concentrada en la segunda parte del año (1,6% y -4,8% en el primer y segundo semestre, respectivamente)

²⁰ Consecuente con la estrategia global de reestructuración de la empresa Intel anunciada en abril del 2014, que implicó el traslado de operaciones de ensamble y pruebas a Asia.

²¹ Las exportaciones de alcohol se redujeron debido a que Estados Unidos eliminó la cuota establecida en el Tratado de Libre Comercio entre esa nación, Centroamérica y República Dominicana (exonerada en 100%).

²² En el mercado europeo sobresalieron las mayores ventas de banano, piña, melón e implementos médicos, en tanto que en el grupo del Caribe y Oceanía destacaron las mayores ventas de azúcar.

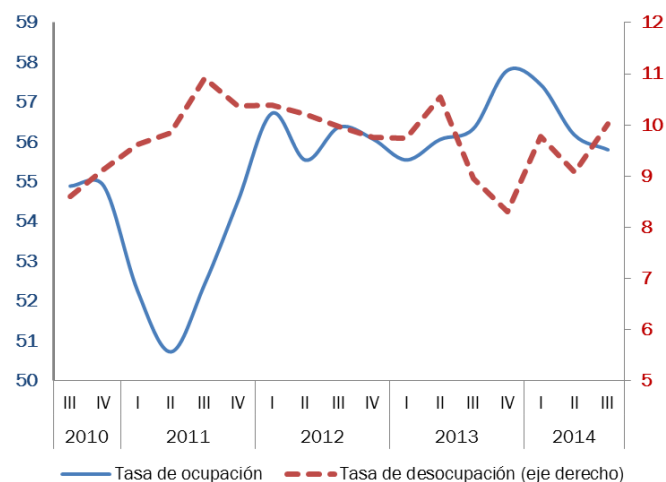
En lo que respecta a los términos de intercambio, en el 2014 hubo una mejora de 1,2%, asociada al resultado positivo en la relación de bienes (0,2%), cuyo efecto fue aminorado por el deterioro en los servicios (1,6%). La reducción de 0,3% en el precio de los bienes importados se relaciona con la caída de 6,3%²³ en el precio de los hidrocarburos, concentrada en la segunda parte del año, en tanto los precios de los bienes exportables no mostraron variación.

En lo que atañe al mercado de trabajo (mayor detalle en recuadro 1), la tasa neta de participación laboral se ubicó en 62,7% en el tercer trimestre del 2014, superior a la de igual periodo del año previo (61,9%) y a la del trimestre anterior (61,8%). En términos

interanuales, el incremento respondió a la incorporación directa a la fuerza de trabajo de personas que alcanzaron la edad de trabajar. Este aumento en la oferta de trabajo superó el incremento de la tasa de ocupación, lo cual explica el aumento de la tasa de desempleo a 10,0% (9,0% en el tercer trimestre del 2013). La población ocupada registró un crecimiento interanual de 1,9%, principalmente en las actividades agropecuaria, construcción y manufactura²⁴.

Utilizando la matriz de insumo producto del 2011, se identificó que las actividades con mayor potencial para la generación de empleo, a partir del cálculo de elasticidades empleo-producto, son: otros servicios, comercio, cultivos alimentarios, construcción de edificios y otra industria alimentaria. Se estima que por cada 1% de incremento en la demanda de estas actividades, el empleo aumentaría en 13 mil puestos. Lo anterior, pone de manifiesto la importancia de impulsar políticas públicas de fomento; por ejemplo, incrementando la capacidad de ejecución de proyectos de obra pública se dinamizaría la actividad de la construcción, con efectos positivos sobre el empleo y, a mediano plazo, sobre la competitividad del país. De igual manera, las acciones que incentiven la demanda de servicios tendrían efectos positivos sobre la contratación de mano de obra de calificación media-alta²⁵.

Gráfico 6. Tasa de ocupación y desempleo (%)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

²³ En el 2014 el precio promedio del cóctel de hidrocarburos por barril fue de EUA\$106,2, mientras que el año previo fue EUA\$113,4.

²⁴ Estos resultados son consecuentes con lo esperado para los países de la región según el informe “Coyuntura laboral en América Latina y el Caribe” elaborado por CEPAL y OIT. Dicho informe señala que la disminución en las tasas de participación del primer semestre del año se revertiría, dado que la incorporación de personas en busca de empleo superaría la capacidad de la economía para crear puestos de trabajo. Esto también quedó reflejado en el perfil de los desocupados, los cuales en su mayoría fueron personas jóvenes (48% menores de 24 años) y con niveles de educación bajos (85% con educación secundaria o menor).

²⁵ Sánchez Gómez, Manuel. (2014). “Identificación de sectores económicos con alto potencial en la generación de empleo a partir de la matriz de insumo producto para Costa Rica, 2011”. Noviembre 2014.

Recuadro 1. Indicadores del mercado laboral de Costa Rica

A continuación se analizan algunos indicadores elaborados con base en la información de la Encuesta Continua de Empleo (ECE), elaborada por el Instituto Nacional de Estadística y Censos, para el tercer trimestre del 2014 (III trim-14).

Cuadro 1.1. Población e indicadores del mercado laboral
Número de personas

| Indicador | III-trim-14 | Variación interanual |
|--|-------------|----------------------|
| Población total | 4.778.864 | 61.386 |
| Población en edad de trabajar (15 años o más)(PET) | 3.661.332 | 63.981 |
| Población menor de 15 años (no PET) | 1.117.532 | -2.595 |
| Población económicamente activa (PEA) | 2.294.204 | 68.154 |
| Población ocupada (O) | 2.065.801 | 39.063 |
| Población desocupada (D) | 228.403 | 29.091 |
| Población inactiva | 1.367.128 | -4.173 |
| Tasa neta de participación (TNP = PEA/PET) | 62,70% | 0,8 p.p. |
| Tasa de ocupación (TO = O/PET) | 56,40% | 0,1 p.p. |
| Tasa de desempleo (TD = D/PEA) | 10,00% | 1,0 p.p. |

Fuente: Elaboración propia con datos de la Encuesta Continua de Empleo (ECE), Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Tratar el fenómeno del empleo en una economía considerando únicamente el comportamiento de la tasa de desempleo²⁶ podría inducir a conclusiones parciales o erróneas, por lo que conviene usar otros indicadores. Uno de ellos es la Población Económicamente Activa (PEA), concepto que incluye a todas las personas empleadas en un momento determinado y a las personas desempleadas disponibles para trabajar y que buscan trabajo.

La PEA puede experimentar variaciones altas, pues todos los años entra un nuevo grupo compuesto por los recién graduados del colegio o la universidad, por quienes no necesariamente se han graduado pero deciden empezar a trabajar, por las madres que optan por reincorporarse a la fuerza laboral después de tener niños o los que estaban desanimados²⁷ (posiblemente desempleados de largo plazo) que vuelven a buscar trabajo. Al mismo tiempo, la PEA se reduce por los que se pensionan, los que se desaniman después de un período de buscar trabajo sin éxito y los que dejan de trabajar por razones personales como, por ejemplo, mujeres que deciden dedicarse por completo a la crianza de niños y labores de hogar.

Estos movimientos de la PEA, en la etapa demográfica actual de Costa Rica, están dominados por la entrada de nuevas cohortes, las cuales, aunque en años recientes son muy estables en tamaño, son considerablemente mayores a las cohortes que se pensionan.

Entre el tercer trimestre del 2013 e igual período del 2014, la población total de Costa Rica aumentó en 61.386 personas, pero como la cohorte que tiene 15 años es mayor a la de recién nacidos, la PET creció un poco más, en 63.981 personas (con la consiguiente reducción de la no-PET).

²⁶ La pregunta estándar de la encuesta consiste en consultar si la persona ha buscado trabajo durante el último mes, una persona que no está buscando empleo no se considera desempleada.

²⁷ Las personas que llevan mucho tiempo buscando empleo se pueden decepcionar y dejan de buscar empleo, por tanto salen por completo de la fuerza laboral y dejan de ser contabilizadas como desempleados (la literatura les llama “desanimados”).

Durante este periodo la PEA aumentó en casi 70 mil personas. Si la Tasa Neta de Participación (TNP) hubiera permanecido estable, el crecimiento de la PEA habría sido de unas 40 mil personas y, análogamente, si la Tasa de Ocupación (TO) hubiera permanecido estable, habría habido 36 mil ocupados adicionales, pero en realidad el empleo aumentó en 39 mil ocupados. Por ello, aunque tanto la TNP como la TO aumentaron, dando indicios de un incremento en la oferta y la demanda de empleo, la tasa de desempleo subió un punto porcentual.

Esto no es una contradicción: se puede interpretar que hay condiciones favorables de empleo, que estimulan a más gente a buscar trabajo (esto se ve claramente en el decrecimiento de la población inactiva) y al no encontrar trabajo tan rápidamente, la tasa de desempleo aumenta.

Seguidamente se analizan brevemente los cambios en la población ocupada por sector económico²⁸ y grupo ocupacional.

Cuadro 1.2. Población ocupada e ingreso promedio mensual por sector económico, grupo ocupacional y sector institucional

| Características del empleo | Población ocupada (personas) | Variación % interanual | Ingreso mensual promedio (₡) | Variación % interanual |
|-----------------------------|------------------------------|------------------------|------------------------------|------------------------|
| Sector económico: | | | | |
| Primario | 228 606 | 21,7 | 271 260 | 1,8 |
| Secundario | 367 558 | 17,8 | 415 859 | 13,5 |
| Sector comercio y servicios | 1 466 960 | -3,7 | 455 033 | 9,4 |
| Grupo ocupacional: | | | | |
| Ocupación calificada alta | 437 632 | -5 | 859 724 | 13,4 |
| Ocupación calificada media | 1 101 313 | -0,8 | 335 547 | 10,8 |
| Ocupación no calificada | 523 962 | 15,9 | 231 916 | 6,7 |

Fuente: Elaboración propia con datos de la Encuesta Continua de Empleo (ECE), Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Entre el tercer trimestre del 2013 e igual trimestre del 2014, el sector primario (agrícola) fue el que mostró mayor crecimiento interanual en cuanto a población ocupada (21,7%); no obstante, debe destacarse que: i) comparado con los otros éste es un sector que genera poco empleo (la base es de alrededor de 200 mil empleos), en tanto que el sector terciario (comercio y servicios), que mostró una caída de 4%, en términos absolutos prácticamente compensó todo el incremento en el sector primario; ii) los ingresos del sector agrícola crecieron 2%, tasa inferior al resto de sectores. En otras palabras, se generaron casi 40 mil empleos agrícolas, pero las remuneraciones prácticamente no crecieron, aún con una base de ingresos bastante baja. El sector que tuvo mayor crecimiento fue el secundario, donde tanto el empleo (cerca de 55 mil empleos) como los ingresos aumentaron considerablemente.

Cuando se analiza el grupo ocupacional, las ocupaciones calificadas como alta y media presentan caídas en la cantidad de empleos, lo cual significa que todos los empleos fueron generados en ocupaciones no calificadas, que tienen asociados los menores niveles de ingreso.

Los hechos sobre el mercado laboral expuestos en párrafos anteriores son parciales. Para profundizar su estudio, el Banco Central continuará dando seguimiento a la evolución tanto del empleo como del crecimiento y desarrollando investigaciones que contribuyan a mejorar el entendimiento de los factores que los determinan, compromiso que se hizo explícito en el Plan Estratégico para el periodo 2015-2018 aprobado por la Junta Directiva el 25 de agosto del 2014 en la sesión 5661-2014.

²⁸ El análisis por rama de actividad requiere de mayor nivel de desagregación para identificar las actividades concretas que generan más empleos directos e indirectos. Por ejemplo, los cultivos alimentarios generan muchos empleos indirectos y divisas, pero los no alimentarios crean pocos empleos indirectos y ambas son actividades del sector económico primario. Véase: Sánchez Gómez, Manuel. (2014). "Identificación de sectores económicos con alto potencial en la generación de empleo a partir de la matriz de insumo producto para Costa Rica, 2011". Noviembre 2014.

2.2.3. Balanza de pagos

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos representó 4,9% del PIB en 2014, una décima menos que el año previo. A diferencia del 2013, los flujos de capital de largo plazo fueron menores, particularmente de inversión inmobiliaria, lo que propició el uso de parte de las reservas internacionales netas para financiar la brecha.

El déficit de la cuenta comercial de bienes fue menor al 2013, debido a la reducción en las compras de materias primas de las empresas

adscritas a regímenes especiales, mientras que el superávit del balance de servicios aumentó 5,7% al cotejarlo con el del año anterior. Por su parte, las cuentas de renta y transferencias presentaron un déficit más grande, debido a las mayores utilidades de empresas de inversión directa y el mayor servicio de intereses de la deuda externa.

Durante el 2014 destacó la reducción interanual en las ventas externas de bienes (3,4%), destacando en particular las de las empresas de alta tecnología amparadas al régimen de zona franca, que mostraron una reducción de 8,0%, en tanto las del régimen definitivo aumentaron 4,4%. Por otro lado, las importaciones del régimen definitivo aumentaron 2,2%, en tanto que las de las empresas de regímenes especiales disminuyeron 23,4%. Cabe indicar que el valor de la factura petrolera disminuyó 3,5% debido a la reducción en el valor unitario de 6,3% del barril del combinado relevante para el país, pues la cantidad de barriles importados aumentó (3%).

En lo referente a los servicios, destacó el aporte de los vinculados a informática y procesamiento de información, apoyo empresarial y turismo receptivo. Estas actividades han mostrado en los últimos años mayor dinamismo debido a condiciones favorables, entre otros factores, por la calidad del recurso humano, coincidencia horaria con el principal destino de las ventas externas y el desarrollo de infraestructura turística.

Los flujos netos de la cuenta de capital y financiera representaron 4,7% del PIB (cifra inferior en 1,3 p.p. al observado en el 2013). Dicho comportamiento fue explicado, en mayor medida, por el menor ingreso neto de capital privado, asociado a emisiones de la banca comercial e inversión extranjera directa (en especial inmobiliaria), así como por menores flujos netos al sector público.

El balance de las operaciones reales y financieras con el resto del mundo implicó la reducción del saldo de reservas internacionales netas (RIN) en EUA\$113 millones. Así, al término del año el saldo de los

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

| | 2013 | | | 2014 | | |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | I Sem | II Sem | 2013 | I Sem | II Sem | 2014 |
| Cuenta corriente/PIB anual | -2.1% | -3.0% | -5.0% | -2.3% | -2.6% | -4.9% |
| Cuenta corriente | -1.011 | -1.475 | -2.486 | -1.125 | -1.292 | -2.418 |
| Bienes | -3.053 | -3.396 | -6.449 | -3.110 | -2.867 | -5.977 |
| Exportaciones FOB | 5.806 | 5.748 | 11.554 | 5.921 | 5.239 | 11.159 |
| Importaciones CIF | 8.859 | 9.144 | 18.004 | 9.031 | 8.105 | 17.137 |
| De los cuales hidrocarburos | 1.218 | 964 | 2.182 | 1.242 | 863 | 2.106 |
| Servicios | 2.483 | 2.373 | 4.856 | 2.685 | 2.448 | 5.133 |
| De los cuales viajes | 1.292 | 933 | 2.225 | 1.416 | 999 | 2.416 |
| Renta y transferencias | -440 | -452 | -893 | -700 | -874 | -1.574 |
| Cuenta de capital y financiera | 2.050 | 897 | 2.947 | 1.291 | 1.014 | 2.304 |
| Sector público | 1.111 | 140 | 1.251 | 838 | 289 | 1.126 |
| Sector privado | 939 | 756 | 1.695 | 453 | 725 | 1.178 |
| De los cuales IED | 1.349 | 1.328 | 2.677 | 1.027 | 1.152 | 2.180 |
| Activos de reserva | -1.039 | 578 | -461 | -166 | 279 | 113 |
| (-aumento, + disminución) | | | | | | |

^{1/} Datos estimados para 2014.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

activos externos netos fue EUA\$7.211,4 millones, monto equivalente a 6 meses de las importaciones de mercancías del régimen definitivo, a 1,8 veces el saldo de la base monetaria amplia y 14,6% del PIB.

2.2.4. Finanzas públicas

Según cifras preliminares a diciembre del 2014, el déficit financiero del Sector Público Global Reducido representó un 5,3% del PIB, inferior en 0,9 p.p. al del 2013, principalmente, por la mejora en las finanzas del resto del sector público no financiero reducido²⁹ y el menor déficit del Banco Central.

En particular, el Gobierno Central acumuló un déficit financiero de 5,7% del PIB (5,4% en 2013), producto tanto del crecimiento en el gasto total, como de la desaceleración en la recaudación de ingresos. Además, el comportamiento de los ingresos y gastos primarios (excluido el servicio de intereses) llevó a un déficit primario de 3,1% del PIB, superior en 0,2 p.p. al del año previo.

La expansión del gasto gubernamental se explicó por la evolución de todas las partidas de egresos, particularmente, de las transferencias corrientes, las remuneraciones y los gastos de capital. En el caso de las transferencias corrientes sobresalieron las giradas al Fondo de Educación Superior y al Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares (Fodesaf) y en el caso del sector privado, las de pensiones con cargo al Presupuesto Nacional. En las transferencias de capital destacaron las dirigidas a Conavi, para la construcción de la Carretera a San Carlos (tramo Sifón-Ciudad Quesada) y para los proyectos y programas de inversión, rehabilitación y mantenimiento de la red vial nacional (Ley 7798).

En la evolución de los ingresos resaltó el menor crecimiento de los impuestos sobre los ingresos y utilidades y el de ventas internas, acorde con el menor ritmo de actividad económica, pero en especial sobresalió la desaceleración del rubro de “otros ingresos tributarios”³⁰. No obstante, esto fue en parte compensado por la mayor recaudación del impuesto de aduanas, explicado por el efecto del tipo de cambio sobre el valor de las importaciones y el de los ingresos no tributarios, en especial por las transferencias del Fodesaf (Ley 8783³¹).

Por otro lado, el Banco Central registró a diciembre de 2014 un déficit financiero (según metodología cuentas monetarias) equivalente a 0,7% del PIB (0,8% en 2013). En términos generales, la evolución de las pérdidas de la Institución estuvo determinada por los gastos financieros por sus operaciones de estabilización monetaria y de gestión de liquidez, específicamente, por el pago de intereses sobre

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

| | 2013 | 2014 |
|------------------------------|------|------|
| Sector Público Global | -6,2 | -5,3 |
| Banco Central | -0,8 | -0,7 |
| Sector Público no Financiero | -5,4 | -4,6 |
| Gobierno Central | -5,4 | -5,7 |
| <i>Resultado Primario</i> | -2,9 | -3,1 |
| Resto del SPNF | 0,1 | 1,1 |

^{1/} Proyecciones BCCR para el Sector Público no Financiero.
Fuente: Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.

²⁹ Incluye una muestra de seis instituciones del sector público, a saber, CCSS, ICE, CNP, RECOPE, JPSSJ e ICAA.

³⁰ En este rubro destacó la desaceleración en el crecimiento del impuesto único a los combustibles y la caída en la recaudación por impuesto al tabaco.

³¹ La Ley 8783 de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares establece un fondo de desarrollo que se transfiere para programas y servicios a las instituciones del Estado que tienen a su cargo aportes complementarios al ingreso de las familias y la ejecución de programas de desarrollo social.

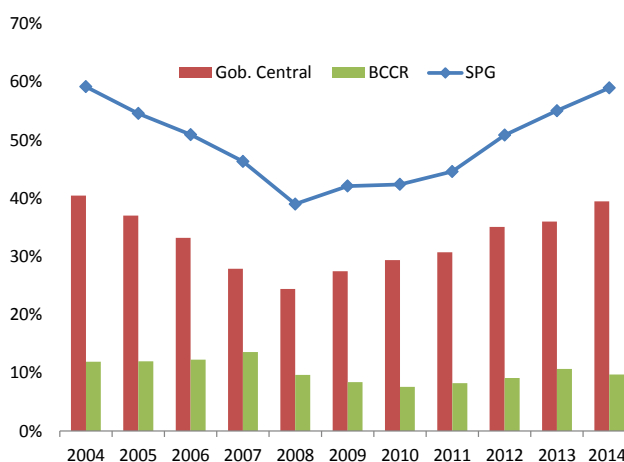
obligaciones en moneda nacional que fueron parcialmente compensados por los ingresos netos recibidos sobre activos externos y por los menores egresos por intereses sobre obligaciones en moneda extranjera.

El resto del sector público no financiero reducido, se estima que al término del 2014 habría acumulado un superávit financiero equivalente a 1,1% del PIB (0,1% en 2013), explicado por el mejor resultado financiero de casi todas las instituciones de este grupo, pero especialmente el de la Caja Costarricense del Seguro Social, que continuó realizando esfuerzos para contener el gasto y tuvo una leve aceleración en el crecimiento de los ingresos, y el Instituto Costarricense de Electricidad, por la recuperación en los ingresos percibidos en su actividad de provisión de energía eléctrica.

El comportamiento de las finanzas públicas llevó a que el saldo de la deuda total del Sector Público³² ascendiera a €15,7 billones en diciembre del 2014 (59% del PIB), que implicó un incremento en la razón de deuda de 3,5 p.p. con respecto a lo observado un año antes

En el caso particular del Gobierno Central, su razón de deuda a PIB se ubicó en 39,5% (36,3% un año antes). La Tesorería atendió mayoritariamente su requerimiento de recursos con financiamiento proveniente de los mercados internacionales, de los bancos comerciales (particularmente en moneda extranjera) y de las entidades públicas, lo cual contribuyó a mitigar la presión sobre las tasas de interés locales.

Gráfico 7. Deuda del Sector Público Global (SPG)
- como % del PIB -



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

No obstante lo anterior, el incremento en la carga de deuda del Gobierno pone de manifiesto la vulnerabilidad de su situación financiera para los próximos años, toda vez que, en ausencia de una reforma fiscal estructural que contribuya a generar el superávit primario requerido, la razón de deuda a producto mantendrá su tendencia creciente hacia niveles no sostenibles en el mediano plazo.

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

El comportamiento de los indicadores monetarios y crediticios (tendencia) en el 2014 no generó presiones adicionales de demanda agregada sobre los precios toda vez que: i) los medios de pago mostraron tasas de crecimiento congruentes con la meta de inflación, la evolución del nivel de actividad económica y el incremento gradual en el grado de profundización financiera y, ii) el ahorro financiero (aproximado con agregados amplios como la liquidez total y la riqueza financiera) y el

³² Incluye la deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y de algunas instituciones del sector público no financiero.

crédito al sector privado crecieron a tasas ligeramente superiores a las previstas, pero se estima que ello no introduciría presiones futuras de gasto en los próximos trimestres³³.

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

| | Medio circulante ampliado ^{2/} | | | Liquidez total | | | Riqueza financiera total ^{4/} | | | Crédito al sector privado | | |
|-------------|---|---------------------------------|---------------------|-----------------|---------------------------------|---------------------|--|---------------------------------|---------------------|---------------------------|---------------------------------|---------------------|
| | Moneda nacional | Moneda extranjera ^{3/} | Total ^{5/} | Moneda nacional | Moneda extranjera ^{3/} | Total ^{5/} | Moneda nacional | Moneda extranjera ^{3/} | Total ^{5/} | Moneda nacional | Moneda extranjera ^{3/} | Total ^{5/} |
| 2012 | | | | | | | | | | | | |
| Ene - Jun | 10,4 | 2,8 | 7,0 | 11,3 | 1,8 | 7,2 | 16,8 | 5,6 | 13,1 | 13,7 | 16,0 | 14,6 |
| Jul - Dic | 8,5 | 0,9 | 5,3 | 15,9 | 5,8 | 11,7 | 20,0 | 7,9 | 16,1 | 12,1 | 16,7 | 14,0 |
| Ene - Dic | 9,4 | 1,9 | 6,1 | 13,6 | 3,8 | 9,5 | 18,4 | 6,7 | 14,6 | 12,9 | 16,4 | 14,3 |
| 2013 | | | | | | | | | | | | |
| Ene - Jun | 10,6 | -0,7 | 5,7 | 18,3 | 6,6 | 13,5 | 19,7 | 7,7 | 16,0 | 8,9 | 19,1 | 13,1 |
| Jul - Dic | 13,2 | 5,2 | 9,8 | 15,1 | 8,3 | 12,4 | 15,2 | 6,0 | 12,5 | 8,6 | 18,2 | 12,6 |
| Ene - Dic | 11,9 | 2,2 | 7,8 | 16,7 | 7,5 | 13,0 | 17,5 | 6,9 | 14,2 | 8,8 | 18,6 | 12,9 |
| 2014 | | | | | | | | | | | | |
| Ene - Jun | 14,8 | 11,5 | 13,5 | 11,0 | 9,9 | 10,6 | 13,3 | 7,6 | 11,7 | 15,2 | 13,9 | 14,6 |
| Jul - Dic | 11,2 | 13,1 | 12,0 | 12,7 | 12,5 | 12,7 | 13,2 | 12,8 | 13,1 | 19,3 | 8,9 | 14,7 |
| Ene - Dic | 13,0 | 12,3 | 12,7 | 11,9 | 11,2 | 11,6 | 13,3 | 10,2 | 12,4 | 17,2 | 11,4 | 14,6 |

1/ Comprende Banco Central y Otras Sociedades de Depósito, OSD (bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de vivienda y Caja de Ande). Información de BCCR y OSD bancarias al 31 de diciembre 2014 y OSD no bancarias al 31 de octubre 2014.

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

3/ Expresado en dólares estadounidenses.

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

5/ Instrumentos en moneda extranjera sin efecto por variación cambiaria.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La evolución de los indicadores monetarios señala, en términos relativos, el incremento en la preferencia por instrumentos líquidos y por operaciones denominadas en moneda extranjera, esto último favorecido por la expectativa de depreciación de la moneda. No obstante, debe mencionarse que en el último trimestre del 2014 el proceso de dolarización del ahorro financiero se revirtió, lo cual contribuye a mejorar la eficacia de la política monetaria.

Por otra parte, el crédito al sector privado creció a una tasa media anual de 14,6% en 2014 (1,7 p.p. más que el año anterior), lo que llevó a una relación con respecto al PIB de 54,4% (52,3% un año atrás). A diferencia del año anterior, cuando los agentes económicos mostraron preferencia por el crédito en dólares, en el 2014 hubo mayor interés por el financiamiento en moneda nacional, lo cual hizo que su participación dentro del crédito total fuera de 58%, 2 p.p. más que en el 2013.

³³ Es importante considerar que en el 2014 el saldo de RIN se redujo en menor medida a lo previsto en la revisión del Programa Macroeconómico 2014-15 (EUA\$113 millones contra EUA\$466 millones), lo cual amplió la disponibilidad de recursos financieros en la economía. Además, el componente de tendencia de las series de estos indicadores presentó una relativa estabilidad en los últimos años, con una tasa media anual de crecimiento en torno a 12%.

Este comportamiento se estima fue resultado, por un lado, del proceso gradual de internalización del riesgo cambiario por parte de los agentes económicos, el cual se intensificó en la primera mitad del año ante el incremento y alta volatilidad que experimentó el tipo de cambio en ese lapso. Por otra parte, se estima que también incidieron las medidas de carácter prudencial adoptadas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) para fortalecer los procesos de gestión y supervisión de riesgos de liquidez y de crédito de las entidades supervisadas³⁴.

La desdolarización observada en el 2014 en el crédito puede haber contribuido a la estabilidad del Sistema Financiero Nacional (SFN), al reducir su grado de exposición al riesgo cambiario. De hecho, en este año el SFN no presentó tensiones significativas, a pesar de las condiciones de incertidumbre en los mercados internacionales y de algunos eventos de tensión local.

Así lo muestra el Índice de Tensión Financiera (ITF), el cual durante el 2014 no sobrepasó los niveles promedio históricos, pese a la acelerada depreciación del colón en los primeros meses del año. Por su parte, el Indicador de Auges Crediticios no registró grandes desviaciones del crédito total al sector privado respecto a su tendencia de largo plazo en el 2014, aunque dio algunas señales de alerta en la primera parte del año, debido al alto crecimiento del crédito en colones.

En el caso particular del sistema bancario, los principales indicadores de solidez se han mantenido en niveles aceptables. De igual modo, los indicadores de liquidez, apalancamiento y de mora crediticia registraron valores consistentes con una situación de normalidad (un mayor detalle se presenta en el recuadro 2).

Por otra parte, el ajuste en el precio de los bienes y servicios regulados y el incremento abrupto en el tipo de cambio, concentrado en febrero y marzo del 2014, presionó al alza las expectativas de inflación y de depreciación³⁵. Con el fin de evitar que este incremento en las expectativas tuviera efectos de segunda ronda sobre los precios que comprometieran el cumplimiento de la meta inflacionaria, la Junta Directiva del Banco Central incrementó la TPM en 100 p.b. el 13 de marzo y en 50 p.b. el 7 de mayo³⁶, hasta ubicarla en 5,25%.

Este ajuste en la TPM se manifestó en el costo de la liquidez que, tomando como referencia la tasa promedio del MIL en colones, se ubicó en los linderos de esta referencia a lo largo de los primeros ocho meses del año. Particularmente, en el último cuatrimestre del 2014 el mercado de dinero mostró mayor disponibilidad de recursos, generada en buena medida por vencimientos no renovados de deuda pública bonificada y por compras de divisas por parte del Banco Central, lo que ubicó la tasa de interés de este mercado por debajo de la TPM.

³⁴ En materia de riesgo de crédito, las medidas aprobadas buscaron diferenciar los tratamientos prudenciales entre las carteras crediticias en diferente moneda mediante el requerimiento, a las entidades supervisadas, de realizar análisis de tensión por variaciones en el tipo de cambio, como parte de la evaluación de capacidad de pago de los deudores y aplicar un ponderador de riesgo de crédito más alto para el requerimiento de capital por créditos otorgados a los denominados “deudores expuestos al riesgo cambiario” (no generadores de divisas). Además, se amplió el alcance de la información crediticia que Sugef pone a disposición de las entidades financieras, con el propósito de mejorar la percepción del riesgo cambiario y de tasas de interés de los deudores.

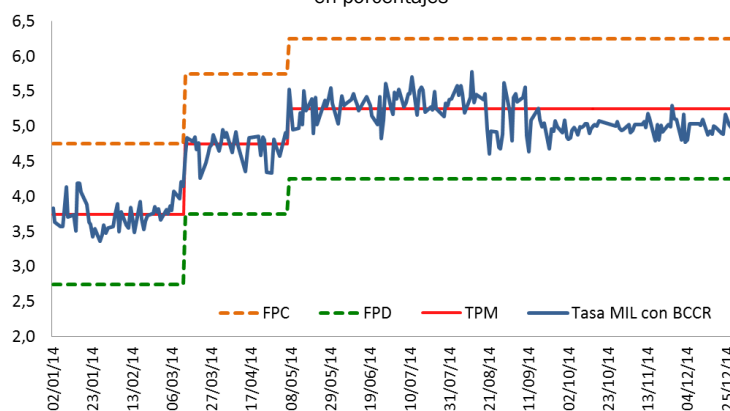
³⁵ Según la encuesta mensual realizada por el BCCR, la expectativa de inflación a 12 meses pasó de 5,8% en enero del 2014 a 6,1% en febrero del mismo año y la expectativa de variación de tipo de cambio aumentó de 2,6% a 5,6% en igual período.

³⁶ En ese orden, en las sesiones 5640-2014 del 12 de marzo y 5647-2014 del 06 de mayo.

Este exceso de recursos fue administrado con instrumentos de corto plazo en el MIL, por lo cual no se tradujo en presiones futuras de gasto y permitió atender, en buena medida, los mayores requerimientos de liquidez característicos de fin de año. Sin embargo, el Banco Central reconoce que debe procurar su traslado hacia instrumentos de deuda de mayor plazo, para evitar poner en riesgo el logro la meta inflacionaria.

En este contexto, las tasas de interés en colones aumentaron en las diferentes actividades económicas (activas) y plazos (pasivas). La Tasa básica pasiva (TBP) pasó de 6,50% a 7,20% entre 2013 y 2014 (al término de cada año); en términos reales este indicador mostró valores altos si se compara con los observados a finales del 2013 (0,4% contra -0,02%).

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.

El incremento en la TBP nominal y la estabilidad de las tasas de interés pasivas en dólares en la banca comercial, permitieron ubicar el premio por ahorrar en colones entre 127 p.b. y 280 p.b., según se tome como referencia una tasa en moneda extranjera de un banco estatal o la tasa Libor, respectivamente. Por su parte, en diciembre del 2014 la tasa activa promedio del Sistema Financiero Nacional fue 17,0% (16,1% un año atrás), siendo vivienda y consumo los rubros con mayor variación.

En materia cambiaria, el primer semestre del año presentó presiones alcistas sobre el tipo de cambio, concentradas en los primeros tres meses, cuando acumuló una variación de 9,5% acompañada de mayor volatilidad³⁷ en comparación con el 2013. En la segunda mitad del año, por el contrario, el tipo de cambio se caracterizó por presiones a la baja con menor variabilidad³⁸. El comportamiento del tipo de cambio llevó al Banco Central a adoptar las siguientes medidas:

- i) Intervenir , a partir del 29 de enero del 2014, para atenuar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio observadas durante el día.

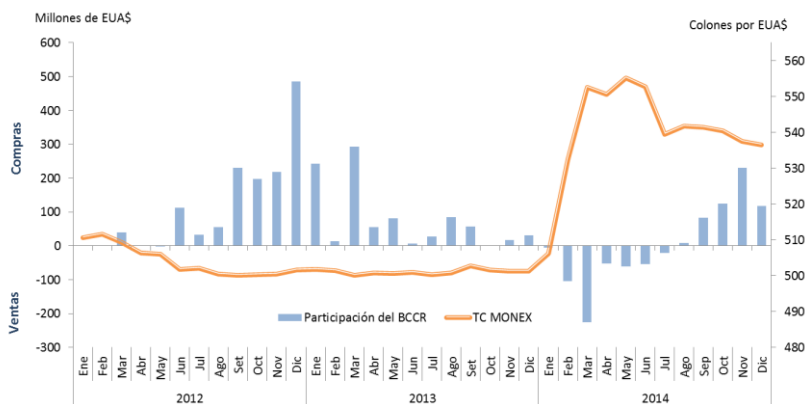
En el primer semestre estas intervenciones requirieron ventas netas de divisas por EUA\$508,3 millones, de las cuales el 66% se realizó en el primer trimestre (mayor detalle en [Regla intervención intradía](#)).

³⁷ El coeficiente de variación fue de 0,26% en el 2013 y de 3,96% y 0,72% en el primer y segundo trimestres del 2014.

³⁸ En el primer semestre del 2014 el tipo de cambio promedio de Monex acumuló un incremento de 8,2%, en tanto que en el segundo registró una caída de 0,3%.

ii) Autorizar una modalidad adicional de intervención intrabanda, para corregir fluctuaciones significativas del tipo de cambio sobre su tendencia de mediano y largo plazo (mayor detalle en [Regla intervención entre días](#)). Este tipo de intervención no ha sido utilizada.

Gráfico 9. Evolución del tipo de cambio Monex e intervención del BCCR
-millones de EUA\$ y colones por EUA\$-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- iii) Atender directamente (a partir del 26 de junio del 2014) el requerimiento neto de divisas del sector público no bancario con sus reservas internacionales y acudir al mercado para restituir esos recursos cuando exista disponibilidad suficiente en la liquidación de divisas por parte del sector privado (mayor detalle en [Operaciones sector público no bancario](#)). Al 30 de diciembre del 2014 el saldo de estas operaciones ascendió a EUA\$362,9 millones.
- iv) Por último, iniciar, a partir de octubre, el programa de acumulación de reservas internacionales aprobado en la revisión del Programa Macroeconómico en julio por EUA\$250 millones, cuyo monto acumulado a diciembre 2014 fue de EUA\$226,8 millones.

Recuadro 2. Diagnóstico del Sistema Financiero Nacional

El SFN no registró tensiones significativas en los últimos años, a pesar de las condiciones de incertidumbre en los mercados internacionales y algunos eventos de tensión locales. Esto se evidenció en la evolución del ITF³⁹, que registró niveles en torno a cero (desviación estándar) en el 2014, no obstante la acelerada depreciación del colón en los primeros meses del año.

³⁹ "Índice de tensión financiera para Costa Rica", Documento de Investigación DI-06-2014, Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 2.1. Índice de Tensión Financiera



Fuente: Departamento de Estabilidad Financiera, Banco Central de Costa Rica.

Por su parte, el Indicador de Auges Crediticios⁴⁰, calculado como la diferencia entre la razón del crédito al PIB y su tendencia de largo plazo, no registró desviaciones significativas en el 2014, aunque, mostró algunas señales de alerta en la primera parte del año, explicadas por el mayor crecimiento del crédito en colones.

En el caso del sistema bancario, los principales indicadores de solidez se han mantenido en niveles aceptables. La suficiencia patrimonial⁴¹ promedio permanece relativamente alta en relación con el mínimo regulatorio (10,0%), aunque registra un descenso desde el 2011, más acentuado a partir del segundo semestre del 2013. Análogamente, la rentabilidad⁴² se ha reducido desde el 2013, pero se mantiene por encima de la inflación, particularmente en la banca pública.

El indicador de liquidez⁴³ se ha mantenido por encima de 1,0 tanto en la banca pública como en la privada, lo cual representa, desde el punto de vista normativo, una situación de normalidad. Por su parte, el indicador de apalancamiento, definido como la relación del patrimonio a los activos totales, permaneció en torno a 12%, mostrando cambios marginales en el grado en que los activos de las entidades bancarias se financian con fuentes diferentes a los fondos propios.

El indicador de apalancamiento es una medida alterna al de suficiencia de capital, elaborado según la metodología del Comité de Basilea. El nivel de apalancamiento promedio del sistema bancario es similar al registrado en otros países: el promedio para América Latina es 10,9% y para las economías emergentes y en desarrollo 11,1%⁴⁴.

⁴⁰ "Indicador de auges crediticios para Costa Rica", Departamento de Estabilidad Financiera, GER-DEF-010-2014.

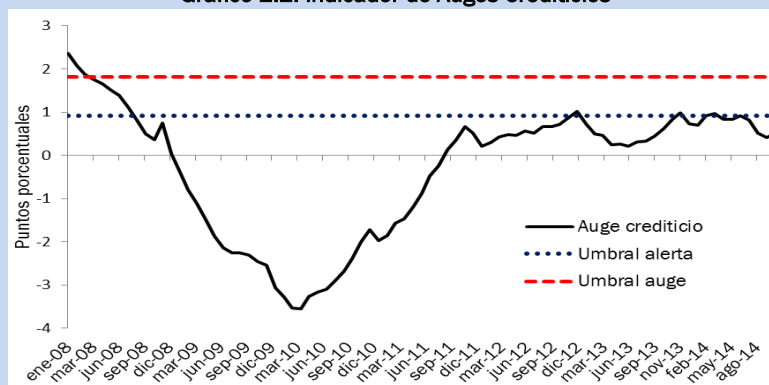
⁴¹ Razón entre el patrimonio y los activos ponderados por riesgo.

⁴² El indicador de rentabilidad se calcula como el cociente de la rentabilidad nominal respecto al patrimonio promedio.

⁴³ Se refiere al indicador normativo de calce de plazos a un mes. De acuerdo con la norma vigente, para el plazo de un mes ese indicador es 1,0 vez para moneda nacional y 1,1 veces para moneda extranjera.

⁴⁴ Promedio simple del indicador de capital a activo (I13) de los indicadores de solidez financiera (FSI, por sus siglas en inglés) calculados por el FMI. Datos al último trimestre del 2012.

Gráfico 2.2. Indicador de Auges Crediticios



Fuente: Departamento de Estabilidad Financiera, Banco Central de Costa Rica.

También existen condiciones aceptables en la mora crediticia regulatoria⁴⁵, medida como el saldo del crédito con atrasos mayores a 90 días y en cobro judicial respecto al saldo total de la cartera crediticia. Este indicador se ubica por debajo del máximo regulatorio. Sin embargo, al considerarse los créditos liquidados contra estimaciones y los bienes recuperados en dación de pago, el indicador resultante (denominando “mora amplia”), se aceleró a partir de la pasada crisis financiera internacional y alcanzó recientemente niveles cercanos a 7%.

En general, el sistema bancario muestra una adecuada solidez, que le permitió enfrentar eventos adversos de índole interno y externo, particularmente, los relacionados con la crisis internacional del 2008-2009. Sin embargo, esto no implica que esté exento de vulnerabilidades y riesgos que pudieran afectar su estabilidad.

El entorno económico y financiero externo ha mostrado una alta volatilidad y una lenta recuperación económica. En este contexto, se identifican algunos riesgos que, de llegar a materializarse, podrían generar tensiones importantes en el sistema bancario, en particular por: el elevado saldo de crédito en moneda extranjera a clientes no generadores de divisas, las altas posiciones abiertas en moneda extranjera en algunos bancos y la mayor dependencia del financiamiento externo.

Entre los principales riesgos se identifican: ajuste al alza en las tasas de interés internacionales mayor al esperado, mayor deterioro de las finanzas públicas y crecimiento económico mundial menor al previsto. El primero de estos, impactaría principalmente los flujos de capital hacia el país, el tipo de cambio y las tasas de interés. El segundo tendría efecto directo sobre las tasas de interés locales y eventualmente en el tipo de cambio ante la percepción del incremento en el riesgo país. En cuanto al menor crecimiento económico mundial, se daría un deterioro en el ingreso nacional y en la generación de empleos, reduciendo esto la capacidad de pago de los deudores.

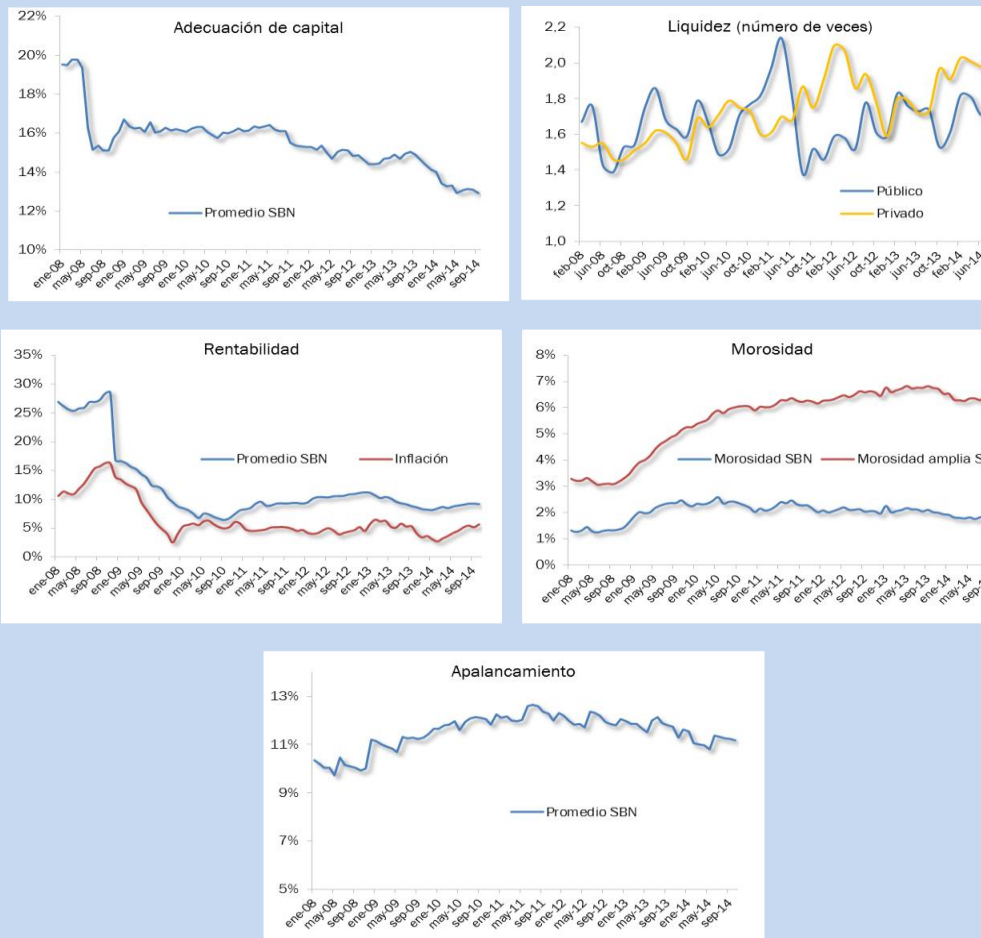
Ejercicios de tensión realizados para los eventos señalados, muestran que bajo escenarios severos, algunas entidades experimentarían deterioros importantes en algunos de sus indicadores, lo cual de acuerdo a la normativa vigente, requeriría de planes de corrección, no así de la implementación de medidas de intervención por parte de las autoridades.

También se aplicaron varios escenarios de tensión idiosincráticos, cuyos resultados revelan que fuertes ajustes del tipo de cambio tienen impactos significativos sobre la calidad de la cartera, esto como resultado de la elevada proporción del crédito otorgado a empresas y familias en moneda extranjera.

Adicionalmente, se realizaron ejercicios de tensión asociados con eventuales retiros masivos de los depósitos bancarios del público, los cuales evidenciaron que el sistema bancario tiene un grado aceptable de resistencia en términos de liquidez, incluso en situaciones importantes de tensión.

⁴⁵ El máximo para considerarse en un nivel de riesgo normal es de 3,0, según normativa Sugef 24-00.

Panel 1. Sistema Bancario Nacional: Indicadores de solidez



Adicional a los temas de estabilidad financiera anteriormente señalados, investigaciones a lo interno del Banco Central revelan que en la banca prevalece una significativa concentración del crédito al sector privado, a nivel de actividad económica, tamaño de empresa, género, edad y nivel geográfico. Así mismo se identifican bajos niveles de eficiencia en términos comparativos. Según el índice de Herfindahl–Hirschman, más de dos terceras partes del crédito al sector privado se destina a tres actividades, evidenciando una alta concentración que representa riesgos para la estabilidad financiera.

De igual modo, los indicadores de eficiencia plantean preocupaciones importantes; por ejemplo, la razón de gastos administrativos sobre el resultado operativo bruto alcanza casi 80% en la banca estatal y 55% en la banca privada, resultado desfavorables a nivel regional y en términos de los estándares internacionales. Los problemas de eficiencia en la banca conllevan costos para la sociedad en términos de tasas de interés más altas y menor acceso y profundización financiera, repercutiendo todo ello en el crecimiento económico.

3. PROGRAMA MACROECONÓMICO 2015-2016

3.1. Objetivos y medidas de política

El ejercicio de programación macroeconómica para el bienio 2015-2016 considera la recuperación gradual en el ritmo de crecimiento mundial, el efecto en los mercados financieros internacionales de la consolidación del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la baja inflación externa y los resultados de las acciones de política del Banco Central.

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

| | Fondo Monetario Internacional | | | Banco Mundial | | Consensus Forecasts | | Promedio | |
|---|-------------------------------|------|------|---------------|------|---------------------|------|----------|------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 |
| Mundo | 3,3 | 3,5 | 3,7 | 3,0 | 3,3 | 3,0 | 3,2 | 3,2 | 3,4 |
| Economías avanzadas | 1,8 | 2,4 | 2,4 | 2,2 | 2,4 | n.d | n.d | 2,3 | 2,4 |
| Estados Unidos | 2,4 | 3,6 | 3,3 | 3,2 | 3,0 | 3,2 | 2,8 | 3,3 | 3,0 |
| Zona del euro | 0,8 | 1,2 | 1,4 | 1,1 | 1,6 | 1,1 | 1,6 | 1,1 | 1,5 |
| Alemania | 1,5 | 1,3 | 1,5 | n.d | n.d | 1,4 | 1,8 | 1,4 | 1,7 |
| Francia | 0,4 | 0,9 | 1,3 | n.d | n.d | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,1 |
| Japón | 0,1 | 0,6 | 0,8 | 1,2 | 1,6 | 1,2 | 1,5 | 1,0 | 1,3 |
| Países emergentes y en vías de desarrollo | 4,4 | 4,3 | 4,7 | 4,8 | 5,3 | n.d | n.d | 4,6 | 5,0 |
| China | 7,4 | 6,8 | 6,3 | 7,1 | 7,0 | n.d | n.d | 7,0 | 6,7 |
| América Latina | 1,2 | 1,3 | 2,3 | 1,7 | 2,9 | 1,6 | 1,9 | 1,5 | 2,4 |
| Brasil | 0,1 | 0,3 | 1,5 | 1,0 | 2,5 | n.d | n.d | 0,7 | 2,0 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Consensus Forecasts y Banco Mundial, todas de enero 2015.

Los organismos internacionales y agencias especializadas prevén para estos años crecimientos de la actividad económica mundial superiores a lo observado el año previo, con mayor impulso de las economías avanzadas, en especial de la estadounidense.

Pese a lo anterior, se estima que en el 2015 la producción nacional crecería 3,4%, una décima por debajo del crecimiento registrado el año anterior, con una recuperación en el 2016 (4,1%). La producción nacional durante ese bienio estaría impulsada, principalmente por el gasto interno, apoyado en la mejora en el ingreso disponible y en los términos de intercambio.

En la desaceleración del crecimiento del 2015 influirían, entre otros factores, el cierre de las operaciones de manufactura de la empresa Intel y el efecto adverso sobre la actividad agropecuaria del fenómeno climático ENOS observado en el 2014. Adicionalmente, en ausencia de una reforma fiscal, las presiones del financiamiento del déficit podrían encarecer el costo de los fondos prestables y dificultar las oportunidades de inversión privada.

En este contexto, la Junta Directiva establece para el lapso 2015-2016 una meta de inflación, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor, de 4% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.. Esta meta es conforme con el compromiso institucional de buscar, en el mediano plazo, la convergencia de la inflación local hacia la de los principales socios comerciales (estimada en 3% para el mediano plazo).

Si bien durante el segundo semestre del 2014 la inflación se desvió del objetivo, las estimaciones sugieren su retorno al rango meta en los primeros meses del 2015. Este comportamiento responde, en particular a que:

- i) No se han generado desequilibrios monetarios que causen, a futuro, presiones adicionales de inflación por demanda agregada.
- ii) La tendencia a la baja en el precio internacional de hidrocarburos incidió de manera favorable sobre la inflación local, traspaso que aún no ha concluido.
- iii) Existe una relativa estabilidad cambiaria y se estima que la economía ya se ajustó a los efectos inerciales del traspaso a los precios del aumento que presentó el tipo de cambio en el primer semestre del 2014.

En cuanto a la estabilidad externa del colón y para asegurar la libre conversión de la moneda, el Banco Central velará por la sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos, procurando condiciones para que el ahorro externo requerido para financiar el déficit de cuenta corriente provenga de capital de largo plazo⁴⁶.

Para alcanzar los objetivos planteados en este Programa Macroeconómico se ejecutarán las siguientes medidas de política monetaria y cambiaria:

- i) Disminuir la TPM en 50 puntos básicos (p.b.) en el 2015.
- ii) Mantener la tasa de encaje mínimo legal en 15%. Además, la Junta Directiva dispuso enviar en consulta la extensión del encaje mínimo legal a las nuevas operaciones de endeudamiento externo de mediano y largo plazo que se constituyan una vez aprobada la medida. Lo anterior, con el propósito de que las tasas de interés en moneda extranjera reflejen de mejor manera los riesgos asociados al uso de recursos externos en el proceso de intermediación financiera.
- iii) Continuar la gestión de liquidez realizada mediante la participación del Banco Central en el MIL. Esta medida procura mejorar la transmisión del costo de los recursos en el MIL hacia el resto de tasas de interés del sistema financiero.
- iv) Mantener una estrecha coordinación con el Ministerio de Hacienda con el propósito de lograr una adecuada administración de la deuda, que evite la concentración de vencimientos en fechas focales y promueva la colocación de instrumentos de deuda a plazos mayores.
- v) Contribuir a la mejora del control de la reserva de liquidez.
- vi) Mantener un nivel de reservas internacionales netas acorde con los requerimientos de la economía. Para ello se aplicará un programa de compra de reservas internacionales para el lapso febrero

⁴⁶ Con el fin de reducir la vulnerabilidad de la economía local frente a choques externos, en este campo el Plan Estratégico 2015-2018 definió como uno de sus objetivos estratégicos el mantener un nivel de RIN acorde con las condiciones de la economía.

2015-diciembre 2016, hasta por un máximo de EUA\$800 millones. Estas compras se realizarían atendiendo los costos (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) y beneficios (blindaje ante choques externos).

vii) Establecer, a partir del 2 de febrero de 2015, un régimen cambiario de flotación administrada cuyos principales aspectos funcionales señalan que:

- a. En este régimen, el Banco Central permitirá que el tipo de cambio sea determinado libremente por el mercado cambiario, pero podrá participar en ese mercado con el fin de atender los requerimientos netos del Sector Público no Bancario, las necesidades propias e, intervenir de manera discrecional, con el fin de evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio.
- b. El Banco Central continuará utilizando en sus operaciones de estabilización en este mercado, las reglas de intervención vigentes.

Asimismo, el Banco Central continuará con los esfuerzos para mejorar la formación de precios en el mercado de monedas extranjeras.

3.2. Proyecciones macroeconómicas 2015-2016

El Producto Interno Bruto (PIB) se prevé crecerá 3,4% en el 2015 y 4,1% en el 2016. Estas tasas ubican el nivel de la producción, en ambos años, ligeramente por encima del nivel potencial estimado para Costa Rica, pese a lo cual no se prevén presiones sobre los precios internos por la vía del gasto.

En el 2015 el crecimiento real estaría impulsado, fundamentalmente por la demanda interna, toda vez que la demanda externa reflejará el efecto contractivo en la oferta exportable de microcomponentes electrónicos.

El crecimiento de la demanda interna estaría sustentado en un mayor ingreso disponible y la mejora en los términos de intercambio.

Por su parte, el mayor crecimiento previsto para el 2016 se asocia con la expansión de la demanda interna y externa, esta última vinculada con la aceleración de la actividad económica de los principales socios comerciales del país.

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

| | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|
| Producto Interno Bruto real | 3,5 | 3,4 | 4,1 |
| Agricultura, silvicultura y pesca | 3,7 | 2,6 | 2,7 |
| Manufactura | 2,4 | 0,6 | 3,9 |
| Construcción | 3,1 | 7,0 | 2,8 |
| Comercio, restaurantes y hoteles | 3,7 | 3,9 | 3,7 |
| Transporte, almac. y comunic. | 5,8 | 5,7 | 5,6 |
| Intermediación financiera y seguros | 7,2 | 6,7 | 6,9 |
| Otros servicios prestados a empresas | 3,9 | 5,3 | 5,6 |
| Resto */ | 1,7 | 2,3 | 2,9 |

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

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

- i) El dinamismo de las actividades de los servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones tendría el mayor impulso de nuevos productos de telefonía celular e internet, aunado al mejor desempeño del transporte de pasajeros por vía terrestre y, en menor cuantía, los servicios asociados al comercio exterior de mercancías (transporte por carretera, agencias aduanales, muelles y puertos) y los vinculados con el turismo receptor (agencias de viajes, alquiler de autos y líneas aéreas).
- ii) La evolución de la demanda interna, aunada a factores de comercio exterior y el turismo receptor, explicarían el crecimiento esperado para el comercio, restaurantes y hoteles.
- iii) Los servicios financieros y seguros sustentan su crecimiento en una perspectiva de colocación de crédito y captación de recursos menos robusta que la observada en 2014, complementado por mayores ingresos por los servicios con costo explícito.
- iv) Los servicios prestados a empresas sustentan su crecimiento en condiciones del mercado interno asociadas con mayor demanda de servicios de vigilancia y aseo, servicios jurídicos e ingeniería, así como en los servicios exportables de centros de llamadas y servicios de informáticos.
- v) El crecimiento casi nulo de la manufactura en 2015 se explica por la salida de la empresa Intel⁴⁷; sin embargo, para el 2016 se proyecta una aceleración de su tasa de crecimiento debido al pronóstico de un mejor entorno internacional y al ingreso a nuevos mercados.
- vi) El avance previsto en la ejecución de obra pública (en particular, la construcción de la terminal de contenedores en el Puerto Atlántico, obras de mejoramiento vial y hospitalarias) y el incremento en obras civiles destinadas a fines privados (vivienda y edificaciones no residenciales) explican la recuperación de la construcción en 2015. Para el 2016 se prevé una desaceleración en su crecimiento por la finalización proyectos destinados a la generación eléctrica, compensado por el avance en obras de mejoramiento del Puerto Atlántico, de la red vial y de la infraestructura del sector salud.
- vii) La actividad agropecuaria mantiene los productos exportables como pilares del crecimiento, aunque reflejando una moderación respecto a lo observado en el 2014. Se mantiene como riesgo la posibilidad de que el efecto del fenómeno ENOS observado en el 2014 se manifieste con mayor intensidad durante el 2015, principalmente en los cultivos de banano, arroz, caña, papa y cebolla, situación que tendería a corregirse en el 2016.

⁴⁷ Se estima que la salida de Intel reduce la tasa de crecimiento del producto real en alrededor de 0,6 p.p., efecto que se distribuye en los años 2014 y, principalmente, 2015.

Por componentes del gasto, se estima que la demanda interna crecería 7,3% en el 2015, superior al promedio de la década previa (4,4%) y 4,3% en el 2016. En ambos años, el comportamiento estaría determinado por el aporte del consumo privado y la inversión.

En lo que respecta a la demanda externa, para el 2015 se prevé una caída de 7,4% debido a la reducción de exportaciones de artículos electrónicos, atenuada parcialmente por mayores colocaciones de productos ligados a implementos y equipo médico (implementos odontológicos, aparatos de infusión y transfusión e implantes mamarios). La demanda externa en el 2016 (4,3%) supone la recuperación económica de nuestros principales socios comerciales y la normalización en las condiciones de oferta en la producción local.

Por su parte, las importaciones a precios constantes disminuirían en el 2015 (0,4%) y se recuperarían en 2016 (4,8%), dada la disminución esperada en la demanda de insumos para la industria manufacturera. La aceleración en el crecimiento de la producción prevista en el 2016 supondría una recuperación en las compras de materias primas, así como las destinadas al consumo final y una moderación en el ritmo de crecimiento de las de bienes de capital.

Para el bienio 2015-2016 se prevé un crecimiento del ingreso nacional disponible de 6,6% y 3,7%, en ese orden. Específicamente, para el 2015 se estima una mejora de los términos de intercambio, debido al menor precio promedio previsto para el barril de hidrocarburos (pasaría de EUA\$106,2 a EUA\$63,8 entre 2014 y 2015).

Dadas las proyecciones de crecimiento mundial y local, el déficit de la cuenta corriente se ubicaría en torno a 4,0% y 4,4% del PIB para el 2015 y 2016 respectivamente.

Se estima que el balance negativo de la cuenta comercial de bienes para el 2015 y 2016 sería de 12,0% y 12,5% del PIB, en ese orden. En el 2015 el

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

| | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------------|-------------|-------------|------------|
| DEMANDA = OFERTA | 0,9 | 2,2 | 4,3 |
| 1 Demanda interna | 2,4 | 7,3 | 4,3 |
| a. Consumo privado | 3,9 | 5,0 | 4,5 |
| b. Consumo de gobierno | 3,5 | 3,2 | 2,8 |
| c. Inversión privada | 6,3 | 7,9 | 6,0 |
| d. Inversión pública | -2,2 | 6,8 | -1,1 |
| e. Variación de Inventarios (% PIB) | -2,0 | -0,3 | -0,4 |
| 2 Exportaciones | -1,7 | -7,4 | 4,3 |
| Bienes | -3,4 | -11,0 | 4,2 |
| Servicios | 4,5 | 5,0 | 4,6 |
| 3 Importaciones | -4,0 | -0,4 | 4,8 |
| Bienes | -4,5 | -0,7 | 5,0 |
| Servicios | 0,7 | 2,2 | 3,6 |
| 4 Producto Interno Bruto | 3,5 | 3,4 | 4,1 |

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cuadro 9. Balanza de Pagos */
-millones de dólares y % del PIB-

| | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Cuenta corriente | -2.418 | -2.101 | -2.495 |
| Bienes | -5.977 | -6.335 | -7.062 |
| Exportaciones FOB | 11.159 | 10.129 | 10.761 |
| Importaciones CIF | 17.137 | 16.464 | 17.823 |
| Hidrocarburos | 2.106 | 1.394 | 1.634 |
| Servicios | 5.133 | 5.578 | 6.027 |
| Viajes | 2.416 | 2.611 | 2.781 |
| Renta y transferencias | -1.574 | -1.344 | -1.460 |
| Cuenta de capital y financiera | 2.304 | 3.028 | 2.795 |
| Sector público | 1.126 | 1.784 | 1.209 |
| Sector privado | 1.178 | 1.244 | 1.586 |
| Inversión Extranjera Directa | 2.180 | 2.220 | 2.410 |
| Activos de reserva | 113 | -927 | -300 |
| (-aumento, + disminución) | | | |
| Relaciones respecto al PIB | | | |
| Cuenta Corriente | -4,9% | -4,0% | -4,4% |
| Cuenta Comercial | -12,1% | -12,0% | -12,5% |
| Balance de Servicios | 10,4% | 10,6% | 10,7% |
| Balance de Renta | -3,8% | -3,1% | -3,2% |
| Capital Privado | 2,4% | 2,4% | 2,8% |
| Inversión Extranjera directa | 4,4% | 4,2% | 4,3% |
| Saldo de RIN | 14,6% | 15,4% | 15,0% |

*/ Estimaciones Departamento de Estadística Macroeconómica.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

valor de las exportaciones disminuiría 9,2% respecto al 2014, como resultado de la caída de las ventas de productos manufacturados de los regímenes especiales, particularmente de la industria electrónica de alta tecnología, mientras que en el 2016 crecerían 6,2% (4,2% en valores constantes).

Por su parte, en el 2015 las importaciones mostrarían una caída de 3,9%, especialmente por la reducción en el valor de las compras de hidrocarburos y de materias primas por parte de las empresas de zona franca. Para el 2016 este comportamiento se revertiría y las importaciones crecerían 8,3% (5,0% en términos reales).

Para el bienio en comentario se prevé un mayor aporte neto de los servicios, con balance positivo respecto al PIB de 10,6% y 10,7% en 2015 y 2016, respectivamente; en este comportamiento incidiría, principalmente, el desempeño del turismo receptivo y de las actividades de informática e información⁴⁸. Por tanto, la cuenta de servicios compensaría en parte el egreso neto característico de las cuentas de bienes y renta.

Se estima que el país continuará accediendo a recursos externos, principalmente bajo la modalidad de inversión directa. El sector público colocaría el último tramo autorizado de bonos en los mercados internacionales por EUA\$1.000 millones en el 2015 y se financiaría mediante préstamos para impulsar la ejecución de proyectos de inversión pública.

Los flujos netos de la cuenta capital y financiera cubrirían en su totalidad el déficit en cuenta corriente en los dos años de pronóstico, en especial los flujos de inversión extranjera directa. En razón de lo anterior, se prevé la acumulación de RIN por EUA\$927 millones y EUA\$300 millones en el 2015 y 2016, en ese orden.

En relación con las finanzas del Sector Público Global, se prevén déficits de 5,7% y 6,8% del PIB para el 2015-2016 y, en el caso particular del Gobierno Central de 5,7% y 6,6%, respectivamente. Para el 2015 el Gobierno se financiaría, en parte, con recursos provenientes de la última colocación autorizada de títulos en los mercados internacionales antes mencionada lo que permitiría un menor uso de recursos del mercado local en moneda nacional.

Dada la trayectoria creciente de la deuda pública, este financiamiento acentúa ese comportamiento y constituye un riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas y por ende, para la estabilidad macroeconómica.

Esta situación hace urgente la búsqueda de consensos nacionales sobre una reforma fiscal estructural, toda vez que los costos de la inacción se podrían manifestar en presiones al alza en las tasas de interés, estujamiento 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 el crecimiento económico, la generación de empleo y, en general sobre el bienestar de la sociedad costarricense.

⁴⁸ Las ventas al exterior de servicios de informática e información crecerán en 8,5% en ambos años de pronóstico, mientras que el ingreso de turistas alcanzará tasas de crecimiento del 3,1% y 2,7% en 2015 y 2016 en cada caso.

Los agregados monetarios y crediticios, por su parte, crecerían en el 2015-2016 acorde con el comportamiento previsto para la actividad económica y el objetivo inflacionario. Las tasas de variación del componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) se estiman en torno a 14% en ambos años. Este comportamiento hace prever que la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado permita que el crédito crezca alrededor de 13% y 11%, en ese orden.

En cuanto a la composición del ahorro financiero y del crédito al sector privado por moneda, es de esperar que la preferencia por operaciones denominadas en colones continúe. Esta condición se apoyaría 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 y la extensión del encaje legal al endeudamiento externo de mediano y largo plazo.

El cuadro 10 presenta las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2015-2016 que sustentan este Programa Macroeconómico.

Como lo ha indicado en otras ocasiones, el Banco Central realizará los ajustes necesarios en sus acciones de política, en respuesta a cambios sustantivos en el entorno macroeconómico que obstaculicen el logro de los objetivos propuestos para el lapso que comprende el Programa Macroeconómico 2015-2016.

Cuadro 10. Principales variables macroeconómicas

| | 2013 | 2014 | Proyección | |
|---|--------|--------|--------------|--------|
| | | | 2015 | 2016 |
| PIB (miles de mill de ₡) | 24.607 | 26.675 | 28.784 | 31.287 |
| Tasas de crecimiento (%) | | | | |
| PIB real | 3,4 | 3,5 | 3,4 | 4,1 |
| PIB nominal | 8,0 | 8,4 | 7,9 | 8,7 |
| Ingreso Nacional Disponible Bruto Real | 3,1 | 4,2 | 6,6 | 3,7 |
| Tasa de desempleo ^{1/} | 8,3 | 10,0 | | |
| Inflación (meta interanual) | | | | |
| Medido con variación de IPC (%) | 3,7 | 5,1 | 4% (±1 p.p.) | |
| Balanza de Pagos | | | | |
| Cuenta corriente (% PIB) | -5,0 | -4,9 | -4,0 | -4,4 |
| Cuenta comercial (% PIB) | -13,1 | -12,1 | -12,0 | -12,5 |
| Saldo RIN (% PIB) | 14,9 | 14,6 | 15,4 | 15,0 |
| Sector Público Global Reducido (% PIB) ^{2/} | | | | |
| Resultado Financiero | -6,2 | -5,3 | -5,7 | -6,8 |
| Gobierno Central | -5,4 | -5,7 | -5,7 | -6,6 |
| Resto SPNF | 0,1 | 1,1 | 0,9 | 0,5 |
| BCCR | -0,8 | -0,7 | -0,9 | -0,8 |
| Agregados monetarios y crediticios (variación %) ^{3/} | | | | |
| Medio circulante | 8,1 | 8,5 | 9,5 | 9,0 |
| Liquidez moneda nacional (M2) | 13,2 | 13,0 | 10,9 | 10,8 |
| Liquidez total (M3) | 11,6 | 12,3 | 11,1 | 11,0 |
| Riqueza financiera total | 10,8 | 12,6 | 13,5 | 13,8 |
| Crédito al sector privado | 13,0 | 12,9 | 12,8 | 11,0 |
| <i>Moneda nacional</i> | 10,3 | 18,0 | 18,0 | 15,3 |
| <i>Moneda extranjera</i> | 16,8 | 6,4 | 5,5 | 4,5 |

1/ Según resultados de la Encuesta Continua de Empleo, que realiza el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC) al tercer trimestre de 2014.

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

3/ Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

3.3. Balance de riesgos

Las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incluidas en este Programa incorporan la mejor información disponible sobre el comportamiento de las variables relevantes en un horizonte de 24 meses y suponen que el Banco Central ajustará su política monetaria para alcanzar el objetivo de inflación. No obstante, existen riesgos del contexto externo e interno que, de materializarse, podrían desviar las proyecciones para el bienio 2015-2016.

En el campo externo destacan:

- A. Crecimiento económico mundial menor al estimado, lo cual repercutiría negativamente en la demanda externa de la economía costarricense:

- i) El ajuste al alza en la tasa de interés que espera el mercado ante la normalización de la política monetaria del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos podría repercutir negativamente sobre el crecimiento mundial, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, estas últimas más dependientes de los movimientos en los flujos de capital.
- ii) Una desaceleración de la actividad económica más acentuada en países emergentes. Llama la atención particularmente China por su relevancia como fuente de demanda externa, lo cual hace prever efectos sobre otras economías en especial de América Latina.
- iii) La inflación en la zona del euro ha permanecido por debajo de la meta por largo tiempo, situación que podría incidir en las expectativas de inflación a largo plazo e incrementar la posibilidad de deflación. La eventual alza de las tasas de interés reales dificultaría la dinámica de recuperación de esa zona, que además podría complicarse ante la posible salida de Grecia del grupo.

B. Precio de las materias primas:

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

A nivel interno se identifican los siguientes riesgos:

- A. Deterioro de las finanzas públicas mayor al previsto, cuyo financiamiento genere presiones sobre las tasas de interés locales (dominancia fiscal).
- B. Lenta convergencia de las expectativas de inflación al rango meta de inflación.
- C. Un ajuste al alza de las tasas de interés internacionales más agresivo de lo esperado por el mercado, que se manifieste en salida de capitales, en especial en las economías emergentes y en vías de desarrollo, podría conducir a una importante depreciación del colón (ver recuadro 3).
- D. Efectos adversos de choques relacionados con variabilidad climática, tal como el fenómeno ENOS observado en el 2014. Este fenómeno, entre otras variables meteorológicas, afecta la frecuencia de las precipitaciones. Dependiendo de la intensidad y duración del fenómeno, podría tener consecuencias adversas sobre el desempeño de la actividad agropecuaria, la infraestructura vial por con ello en el resultado financiero del sector público.

Recuadro 3. Posible efecto sobre la economía costarricense del aumento de las tasas de interés internacionales

Si bien el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos ha mantenido por un largo período el rango de tasas de interés de los fondos federales (0% - 0,25%), en la medida en que los indicadores de empleo y producción de la economía norteamericana continúen mejorando, es probable que esa entidad aumente las tasas de interés. Esto podría llevar a una recomposición de portafolios y a la salida de capitales desde economías emergentes hacia economías avanzadas.

La restricción de liquidez internacional podría ser aún mayor cuando la Reserva Federal empiece a incrementar sus tasas de interés. Bajo esas circunstancias la economía nacional podría enfrentar en un período relativamente corto una mayor restricción de liquidez en moneda extranjera, asociada con una recomposición de cartera en favor de instrumentos en dólares y la posible no renovación (o eventual retiro) de ahorro en instrumentos locales denominados en dólares por parte de no residentes.

Estas operaciones reducirían la disponibilidad de divisas en el mercado cambiario, lo que generaría presiones al alza en los macroprecios, especialmente del tipo de cambio, vía paridad descubierta de tasas de interés y de la inflación, por efecto traspaso del tipo de cambio.

En este contexto, es probable también observar menores flujos de capitales vinculados a la inversión extranjera directa que repercutirían negativamente sobre el crecimiento local. Esto, aunado a la restricción de las condiciones financieras podría manifestarse en un menor crecimiento de la demanda interna y externa.

Esta situación también podría llevar a restricciones de liquidez local e incrementos en las tasas de interés de los préstamos interbancarios, tanto en mercados de contado como en sus valores negociados para instrumentos de cobertura (permuta de tasas de interés). Esto, en adición al alto nivel del endeudamiento externo, introduciría riesgos para la estabilidad del sistema financiero.

La economía costarricense ya ha enfrentado episodios similares. Durante el 2008, entre mayo y diciembre, el tipo de cambio aumentó de ₡496 a ₡553 por dólar. En ese lapso, el aumento en el pago de importaciones, conjuntamente con un incremento en las expectativas de devaluación (5 puntos porcentuales en 6 meses), requirió la intervención del Banco Central con ventas por EUA\$1.146 millones.

Otro caso similar se dio entre mediados de enero y principios de marzo del 2014 cuando el tipo de cambio pasó de ₡502 a ₡568 por dólar. En esa ocasión, un aumento en las tasas de interés internacionales de largo plazo de 25 puntos base y un cambio en las expectativas de devaluación de alrededor de 3 puntos porcentuales provocaron una reducción en las reservas internacionales de EUA\$292 millones.

Si bien los incrementos en el tipo de cambio son similares en ambos casos, el aumento del 2014 se dio mucho más rápido y eso explica en buena parte la menor reducción en las reservas; sin embargo, su impacto sobre la inflación fue de 3 puntos porcentuales (comparación cambio interanual mayo-octubre).

Por último, es importante señalar que los potenciales efectos aquí mencionados podrían ser reducidos sustancialmente por las consecuencias, aun no observadas, del nuevo programa de estímulo monetario anunciado por el Banco Central Europeo, así como por una exitosa colocación internacional de bonos de deuda externa de parte del Ministerio de Hacienda.

Atentamente,



Documento suscrito mediante firma digital.

Jorge Luis Rivera Coto
Secretario General ad hoc