

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en el artículo 9, del acta de la sesión 5697-2015, celebrada el 29 de julio del 2015,

I. Con respecto a la revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016.

dispuso en firme:

aprobar la revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016, incorporándole las observaciones hechas en esta oportunidad, en cumplimiento a lo dispuesto en el inciso b), del artículo 14, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, de conformidad con el siguiente texto:

Junta Directiva

Presidente

Olivier Castro Pérez

Ministro de Hacienda

Helio Fallas Venegas

Directores

Jorge Alfaro Alfaro

Silvia Charpentier Brenes

Juan Rafael Vargas Brenes

REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2015-2016

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica presenta la revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016¹, en la cual mantiene la meta inflacionaria en $4\% \pm 1$ p.p., tal como fue establecido por la Junta Directiva el pasado mes de enero.

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, cuya congruencia es analizada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT). Para mayor detalle consultar “*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](#).

Con la publicación de este documento, además, se atiende lo requerido en el literal f) del citado artículo 14, que dispone la publicación, en enero y julio, del informe sobre la evolución de la economía en el semestre previo.

La revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016 fue aprobada en el numeral 1 del artículo 9 del acta de la sesión 5697-2015 del 29 de julio del 2015.

El ejercicio parte del diagnóstico de la situación macroeconómica al primer semestre del 2015, con el fin de identificar riesgos para la estabilidad interna y externa del colón y, dados los objetivos institucionales, plantea las proyecciones macroeconómicas para los siguientes dieciocho meses. De este diagnóstico destacó lo siguiente:

- i) La economía mundial continuó con un crecimiento moderado y heterogéneo; no hubo presiones inflacionarias, en parte por la reducción en los precios de las materias primas iniciada en el 2014 y; los mercados internacionales fueron afectados, principalmente, por las negociaciones de Grecia con sus acreedores y la incertidumbre sobre la fecha en que dará inicio el incremento gradual en las tasas de interés en Estados Unidos.
- ii) A nivel interno, a junio del 2015 la inflación general fue de 1,0% y de 2,7% el promedio de indicadores de inflación subyacente (tasas de variación interanual). Con ello la inflación se situó por debajo del límite inferior del rango meta definido en el Programa Macroeconómico 2015-2016 ($4\% \pm 1$ punto porcentual), condición que se estima continuará en el segundo semestre del año. Al respecto, el Banco Central considera necesario acotar lo siguiente:
 - a) Las acciones de política monetaria fueron consecuentes con lograr las condiciones para que la inflación se ubique en el rango meta; no obstante, hubo factores de índole externo que incidieron en el comportamiento de los precios locales y que explican, en buena medida el desvío de la inflación con respecto a ese rango.

De esos elementos ajenos a la política monetaria destacan la reducción en el precio internacional de materias primas (en especial de petróleo) y de algunas tarifas de servicios regulados, así como la disminución en el precio de ciertos alimentos por choques favorables de oferta agrícola.

Además el período en comentario se caracterizó por una relativa estabilidad cambiaria, y por esta vía no se gestaron presiones de inflación. La mejora en los términos de intercambio incrementó la disponibilidad de divisas en el mercado cambiario costarricense (mayor superávit del sector privado y menor requerimiento del sector público) y generó presiones a la apreciación del colón, presiones que en parte fueron compensadas por la participación, como demandante neto, de los intermediarios cambiarios y del Banco Central.

- b) Una vez disipados esos efectos, se espera que la inflación retorne al rango meta en el 2016, por cuanto sus determinantes macroeconómicos evolucionan de manera congruente con ese objetivo. Particularmente, las expectativas inflacionarias a 12 meses se ubican dentro de ese rango² y; los agregados monetarios y crediticios se encuentran en niveles compatibles con una estimación de inflación que converge gradualmente al 4% en

² La política monetaria incide con rezago sobre la inflación, siendo el canal más directo el de expectativas de inflación. Los ajustes en precios que aplican los agentes económicos dependen, en cierta medida, de la inflación que esperan, razón por la cual al adoptar sus acciones de política el BCCR toma en consideración el comportamiento de estas expectativas. El seguimiento de este indicador toma como referencia los resultados de la Encuesta mensual de expectativas de inflación y tipo de cambio, realizada por esta Entidad.

el 2016 y que, refleja una posición de política monetaria que considera el efecto sobre la inflación de un nivel de actividad económica por debajo de su potencial en los próximos trimestres.

- iii) La actividad económica creció 2,5% en el primer semestre. Aun cuando ese resultado denota una desaceleración, influida en parte por el efecto negativo del fenómeno El Niño Oscilación Sur (ENOS) sobre la producción y la disminución en las ventas al exterior de productos de alta tecnología, debe destacarse el buen desempeño de las actividades de servicios y construcción.
- iv) El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos disminuyó, de 2,4% del PIB en el primer semestre del 2014 a 1,7% un año después. Esta mejora relativa estuvo dominada por el menor desbalance en el intercambio de bienes (entre otros por la menor factura petrolera) y el mayor superávit en la cuenta de servicios. Los flujos de ahorro externo de largo plazo de la cuenta de capital alcanzaron para financiar esta brecha y generar una acumulación de reservas internacionales netas que ubicó su saldo en el equivalente a 15,7% del PIB.
- v) El déficit del Gobierno Central fue 2,8% del PIB (2,6% en igual periodo de 2014). La Tesorería Nacional atendió su financiamiento, mayoritariamente, con colocación neta de deuda interna en el sector privado (fondos de pensiones, entre otros) y en el sistema financiero, en un contexto de disminución de las tasas de interés en colones.
- vi) Los agregados monetarios crecieron a tasas similares a las previstas en la programación macroeconómica, no así el crédito al sector privado, cuya variación se situó ligeramente por debajo de lo previsto. Dos elementos conviene destacar:
 - a) La programación contempló una evolución para estos indicadores congruente con la meta de inflación y un crecimiento económico en torno a 3,4% para el 2015, estimación que, como se explica más adelante, fue revisada a la baja.

Así las cosas, la política monetaria no ha sido restrictiva, condición que evidencia la mayor disponibilidad de recursos líquidos en el sistema financiero y, tasas de interés en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) por debajo de la Tasa de política monetaria (TPM). Aun cuando el Banco Central ha podido administrar estos recursos líquidos, reconoce que debe continuar con su traslado paulatino hacia instrumentos de captación de mayor plazo, con el fin de que por esta vía no se gesten presiones de demanda que comprometan, en el futuro cercano, el cumplimiento del objetivo inflacionario.

- b) El aumento por moneda en estos indicadores fue asimétrico, particularmente en el crédito bancario, lo que da señales de un incipiente incremento en la dolarización del crédito.

Es preciso señalar que este comportamiento presenta características que le diferencian de lo observado en el 2012-2013, pues en ese momento los intermediarios financieros, en general, favorecieron la contratación de crédito en dólares y parte importante de éste fue financiado con endeudamiento externo; además, la introducción de normas de carácter macroprudencial fue posterior a esas fechas.

- vii) La reducción en la TPM (175 p.b. entre febrero y el 28 de julio), consecuente con el comportamiento antes comentado de los determinantes macroeconómicos de la inflación, como era previsible, se trasladó casi de inmediato a las tasas del mercado de dinero y en menor grado al resto de tasas de interés. Dado que el proceso de transmisión de la política monetaria es gradual, es de esperar que en los próximos meses el sistema financiero continúe ajustando a la baja sus tasas de interés en colones.

Partiendo de ese diagnóstico, la Junta Directiva mantuvo la meta de inflación en $4\% \pm 1$ p.p. para lo que resta del bienio 2015-2016. Es entendido que la evaluación de esta meta es mes a mes y no sólo al término de cada año, por lo que con antelación el Banco Central reconoce que existe una alta probabilidad de que en el segundo semestre del año continúe el desvío de la inflación con respecto al rango meta.

La decisión de mantener la meta de inflación se sustentó en que:

- i) El efecto de los determinantes del desvío se estima será transitorio (baja presión inflacionaria de origen importado, reducción en algunas tarifas de servicios regulados y choques de oferta agrícolas). Aun cuando el comportamiento reciente de los precios de materias primas y metales en los mercados internacionales no permite descartar reducciones adicionales futuras en el precio local de bienes relacionados, se supone que de ocurrir éstas no alcanzarían las magnitudes observadas en los meses previos.
- ii) La evolución de los determinantes macroeconómicos de la inflación hace prever su retorno al rango objetivo en el 2016 (agregados monetarios y crediticios, brecha del producto³ y expectativas de inflación).
- iii) En ausencia de medidas que procuren una solución al problema estructural de las finanzas públicas, la presión futura del financiamiento del déficit fiscal hace poco viable adoptar una meta de inflación en umbrales inferiores.
- iv) Una meta de inflación centrada en 4% es consecuente con la búsqueda de niveles bajos y estables. La literatura económica señala que una inflación baja y estable facilita el cálculo económico para la toma de decisiones de ahorro e inversión; reduce la erosión en el poder de compra, particularmente para aquellos grupos de bajos ingresos y; contribuye a crear un entorno apropiado para que otras áreas de la política económica generen resultados coherentes con la búsqueda de la estabilidad macroeconómica del país.

En materia de estabilidad externa, el Banco Central coadyuvará a que existan condiciones para disminuir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y para que la economía atraiga el ahorro externo de mediano y largo plazo requerido para financiar esa brecha.

Para cumplir los objetivos planteados en la revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016, el Banco Central mantendrá el tono de las medidas de política por lo que:

³ La brecha del producto se define como la diferencia entre el producto efectivo y el potencial expresada como proporción del producto potencial. Por su parte el producto potencial consiste en el nivel de producto que puede alcanzar una economía sin generar presiones inflacionarias ni deflacionarias.

Reducir la Tasa de política monetaria en 50 p.b., con vigencia a partir del 31 de julio. Con ello esta tasa de referencia acumula una disminución de 225 p.b. en lo que transcurre del año.

- i) Mantener la tasa de encaje mínimo legal en 15%, aplicable para operaciones en colones y en moneda extranjera.
- ii) Seguir con la gestión de liquidez, mediante su participación en el MIL. Ello requiere del seguimiento continuo del mercado de dinero, en procura de identificar oportunidades para mejorar la transmisión de las tasas de interés.
- iii) Continuar con la gestión de deuda con el fin de evitar que su vencimiento se traduzca en excesos monetarios que comprometan el logro de los objetivos planteados. Dada la importancia relativa del Ministerio de Hacienda y del Banco Central como emisores de deuda pública, la coordinación entre ambos entes es necesaria; coordinación que no debe interpretarse como dominancia fiscal, toda vez que para el Banco Central priva el compromiso con el control de la inflación.
- iv) Seguir con la mejora del control de la reserva de liquidez que deben cumplir los intermediarios financieros sujetos a este requisito.
- v) Mantener el programa de compra de divisas autorizado en enero pasado, que busca mejorar la posición en reservas internacionales. El programa autorizado comprende hasta EUA\$800 millones para el lapso febrero 2015-diciembre 2016. Estas compras se realizarían atendiendo los costos (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) y beneficios (blindaje ante choques externos).
- vi) Gestionar las divisas para el sector público, según lo dispuesto por el Directorio en el artículo 10 de la sesión 5651-2014 e intervenir en el mercado cambiario con el fin de evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, sin que ello interrumpa la tendencia que dictan las variables que en el mediano plazo determinan este precio.

Con base en el seguimiento económico y en procura del cumplimiento de los objetivos planteados en este ejercicio, el Banco Central ajustará sus acciones de política ante eventos del entorno macroeconómico que, a su criterio, comprometan su consecución.

El contexto macroeconómico previsto para el bienio 2015-2016 estaría caracterizado por:

- i) La recuperación moderada de la economía mundial, asimétrica entre regiones y países.
- ii) El inicio del aumento en las tasas de interés por parte del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, a finales del 2015 o inicios del 2016.
- iii) El crecimiento económico interno alcanzaría 2,8% en el 2015, con una recuperación a 4,0% un año después.

- iv) El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos de 4,0% y 4,1% del PIB en el 2015-2016, respectivamente, financiado con recursos de mediano y largo plazo.
- v) El mayor déficit del Gobierno Central (5,9% y 6,4% del PIB para 2015-2016, en ese orden), financiado, en parte, con recursos de la última colocación de títulos de deuda externa realizada en marzo del 2015 (Ley 9070). Si bien en el 2015 la Tesorería Nacional recurrió al financiamiento interno en un contexto de reducción de las tasas de interés en colones, esta condición no es sostenible en el mediano plazo, dada la trayectoria creciente de la razón de deuda pública a PIB.

Aun cuando en la corriente legislativa estudian proyectos tendientes a mejorar la situación financiera del Gobierno⁴, la revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016 no consideró los efectos de su eventual aprobación por parte de la Asamblea Legislativa; en el momento en que eso ocurra el Banco Central evaluará la procedencia de modificar su programación macroeconómica.

- vi) Un aumento del ahorro financiero y del crédito al sector privado congruente con la meta de inflación, el nivel de actividad económica y el incremento paulatino en el grado de profundización financiera.

Particularmente para el 2015, el incremento del ahorro financiero sería de 12,5% (8% en términos reales) y ubicaría su saldo en relación con el PIB en 80%; estos recursos permitirían atender una demanda de crédito que crezca casi 13% (8,5% en términos reales). Para el 2016, aun cuando el ahorro financiero subiría a tasas similares a las del año previo, el mayor requerimiento de recursos internos por parte del sector público restringiría el acceso al crédito al sector privado.

El Banco Central es consciente de la existencia de riesgos que, de materializarse, comprometerían el logro de la meta inflacionaria. De ellos destacan el desequilibrio fiscal, una mayor incidencia negativa del fenómeno ENOS sobre la producción y la infraestructura, aumentos mayores a lo previsto en los precios internacionales de materias primas y una volatilidad excesiva en los mercados financieros internacionales ante incrementos en las tasas de interés en Estados Unidos.

En cuanto al riesgo que introduce el desequilibrio fiscal, el Banco Central hace un llamado respetuoso a los distintos grupos de la sociedad costarricense para buscar el consenso necesario

⁴ A la fecha de este informe se encontraban en la corriente legislativa los siguientes proyectos de ley de interés impulsados por el Ministerio de Hacienda:

- Expediente 19.245: Ley para Mejorar la Lucha contra el Fraude Fiscal.
- Expediente 19.531: Ley de Regímenes de Exenciones y no Sujeciones del Pago de Tributos, su Otorgamiento y Control sobre su Uso y Destino.
- Expediente 19.505: Creación del Impuesto a las Personas Jurídicas.
- Expediente 19.661: Reforma a Pensiones con cargo al Presupuesto Nacional.
- Expediente 19.555: Ley de Eficiencia en la Administración de los Recursos Públicos.
- Expediente 19.407: Lucha contra el Contrabando.

El Ministerio de Hacienda busca incorporar las iniciativas para reformar el impuesto general de ventas (Ley 6826) y el impuesto sobre la renta (Ley 7092).

y adoptar en el 2015 las medidas legislativas para controlar y racionalizar el gasto e incrementar la recaudación tributaria. Estas medidas son necesarias para generar el superávit primario requerido y revertir la tendencia creciente de la razón de la deuda pública a PIB en un periodo razonable.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA DEL PRIMER SEMESTRE DEL 2015

2.1. Economía internacional

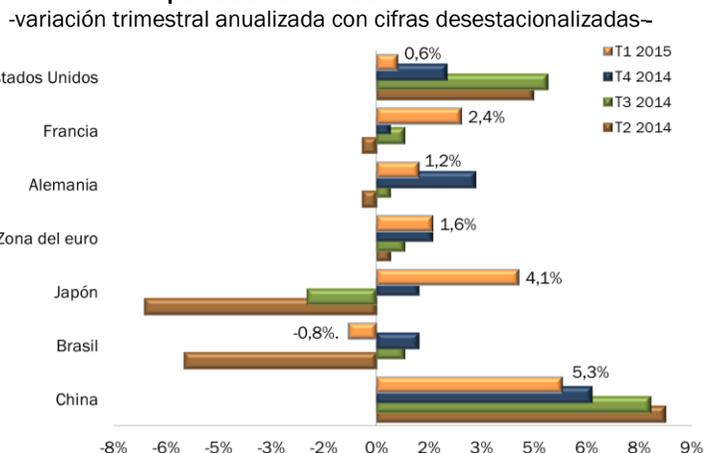
La economía mundial creció a un ritmo moderado y heterogéneo durante el primer semestre del 2015. La inflación permaneció en niveles bajos, ante la holgura en la capacidad productiva y la reducción en los precios de las materias primas, lo que permitió políticas monetarias más flexibles, aunque diferenciadas por países y regiones.

En lo que respecta a los mercados financieros, su evolución estuvo influida, entre otros, por la incertidumbre acerca del momento en que iniciaría el incremento en tasas de interés en Estados Unidos; el inicio del estímulo monetario por parte del Banco Central Europeo y, más recientemente por las negociaciones de Grecia con sus acreedores y la caída en los mercados accionarios asiáticos.

Los mercados cambiarios a su vez reflejaron la posición divergente entre la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo (que contribuyó a la depreciación del euro) y las monedas emergentes registraron movimientos diferenciados ante cambios en los precios de sus productos de exportación.

En Estados Unidos el crecimiento en el primer trimestre del 2015 fue de 0,6% (variación trimestral anualizada), por debajo de lo observado en los tres trimestres previos⁵. Este resultado principalmente estuvo afectado por la disminución en la inversión de la industria de energía y condiciones climáticas adversas en el noreste del país. Las autoridades de ese país prevén una recuperación en los siguientes trimestres dada la evolución favorable de los determinantes del consumo y la

Gráfico 1. Producto interno bruto de algunos países seleccionados



⁵ En el segundo y tercer trimestres de respectivamente, y en el cuarto se desaceleró a 2,2%. El 30 de junio el Bureau of Economic Analysis publicó que la tasa anualizada al segundo trimestre del año fue de 2,3%; esta información fue posterior a la sesión de Junta Directiva en que se aprobó la revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016.

Fuente: Elaboración propia con base en cifras de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

inversión (menores precios de combustibles, fortalecimiento del mercado inmobiliario, condiciones financieras favorables y mejora del mercado laboral).

Si bien la creación de empleo en la economía estadounidense moderó respecto a la segunda mitad del 2014, la tasa de desempleo bajó más rápido de lo previsto (de 6,1% en junio del 2014 a 5,3% un año después). Pese a ello y a que la inflación se mantuvo por debajo del rango objetivo del Sistema de la Reserva Federal, la debilidad de la actividad económica fue reconocida por el Comité Federal de Mercado Abierto, que en su reunión del 16-17 de junio pasado mantuvo la tasa de interés de los fondos federales entre 0% y 0,25%. Janet Yellen en su comparecencia ante el Congreso de Estados Unidos señaló que si la economía evoluciona de acuerdo con lo previsto, las condiciones serán apropiadas para subir la tasa de referencia este año.

Por el contrario, la producción de la zona del euro creció a una tasa anualizada de 1,6% en el primer trimestre del 2015, similar a lo observado el trimestre previo⁶. En estos resultados influyó, en buena medida, los bajos precios del petróleo, el menor esfuerzo fiscal y mejores condiciones financieras, en términos de tasas de interés y acceso a crédito. Sin embargo, la región es susceptible a riesgos asociados con la desaceleración de las economías emergentes (por ejemplo China, e incluso Brasil con descenso), tensiones geopolíticas en Europa del Este (Rusia-Ucrania) y las negociaciones de Grecia con sus acreedores internacionales⁷ para un tercer plan de rescate de tres años por alrededor de €86 mil millones.

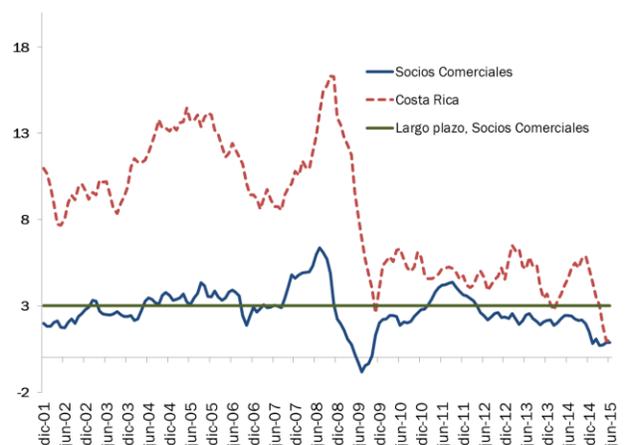
Por su parte, en las economías emergentes, la producción perdió dinamismo, situación explicada por el moderado crecimiento mundial y la reducción en los precios de las materias primas, particularmente del petróleo. Además, en algunas de estas economías las monedas se depreciaron por menores ingresos provenientes de la venta de productos básicos; esta situación podría acentuarse ante el riesgo de una salida de capitales al iniciar el incremento en las tasas de interés en Estados Unidos.

En cuanto a la inflación internacional, ésta se mantuvo en niveles bajos en la mayoría de naciones avanzadas (por debajo de las metas establecidas por sus bancos centrales) e incluso en la zona del euro prevalece el riesgo de deflación, ya que la inflación interanual disminuyó casi ininterrumpidamente desde diciembre del 2011. En los países emergentes, la inflación tuvo un comportamiento diferenciado en función de factores como el efecto neto de la caída en los precios de las materias primas y la depreciación de sus monedas.

⁶ El desempeño de estas economías presenta divergencia fiscal aprobados por la Comisión Europea, mejoraron (tanto que Alemania desaceleró, de 2,8% en el cuarto t

⁷ Los acreedores involucrados son la Comisión Europe

Gráfico 2. 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.

Para los principales socios comerciales de Costa Rica, la inflación interanual promedio para el primer semestre del 2015 se estima en 0,84% (2,2% en igual período del 2014) y el diferencial entre dicho indicador y la tasa de inflación promedio local fue de 1,6 p.p. Si se toma como referencia la inflación de largo plazo de socios comerciales (3,0%), dicha diferencia es de -0,5 p.p.

2.2. Economía nacional

2.2.1. Inflación

En el segundo semestre del 2014 la inflación se ubicó por encima del límite superior del rango meta ($4\% \pm 1$ p.p.), por lo que el Banco Central tanto en julio del 2014 como en enero pasado señaló que existía una alta probabilidad de que ésta retornara al rango meta en el 2015; este proceso ocurrió antes y con mayor intensidad a lo previsto.

La inflación general, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor, efectivamente retornó durante el primer trimestre a ese rango, pero a partir de abril se ubicó por debajo de su límite inferior (1,0% en junio). Por otra parte, la inflación subyacente⁸ luego de permanecer dentro del rango objetivo en el 2014 y en los primeros cuatro meses del año en curso, se desvió también a la baja y registró en junio una variación interanual de 2,7%.

Factores externos a la política monetaria explicaron, en buena medida, la desaceleración de la inflación desde diciembre del 2014 y sus desvíos recientes. Además, pese a que la naturaleza de estos eventos es transitoria, su efecto estará aún presente en la mayor parte del segundo semestre del 2015.

De estos factores destacaron: i) la menor presión inflacionaria de origen importado, por los bajos precios de materias primas⁹; en especial petróleo y sus derivados; ii) la reducción en algunas tarifas de servicios

Cuadro 1. IPC: Indicadores de precios
- variación interanual en % a junio -

	2014	2015	Ponderaciones	
			jul-06	dic-14
IPC	4,6	1,0		
Regulados	4,5	-4,9	21	22
Combustibles	7,9	-19,6		
Resto	3,5	-0,2		
No Regulados	4,6	2,7	79	78
Bienes	4,6	-0,5	53	48
Servicios	4,5	2,4	47	52
Transables	4,8	-2,2	40	32
No Transables	4,5	2,6	60	68
Subyacente ^{1/}	4,1	2,7		

^{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.

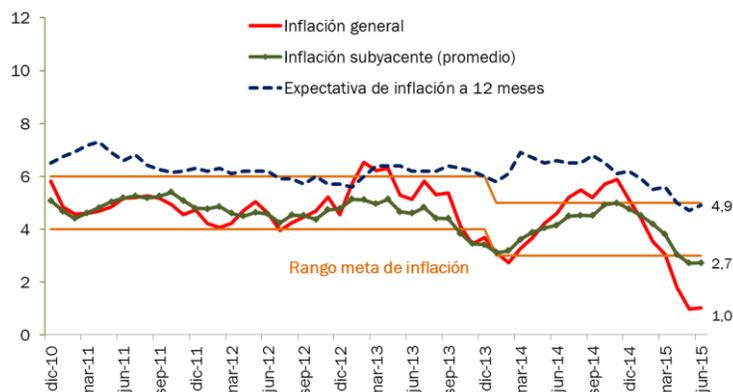
⁸ Medida de la inflación asociada al fenómeno monetario y sobre la cual la política monetaria tiene mayor influencia. Este indicador se aproxima por la variación interanual del Índice Subyacente de Inflación (ISI), del Índice de Inflación de Media Truncada (IMT), del IPCX (excluye de la canasta del IPC los precios de combustibles, frutas, hortalizas, leguminosas y tubérculos), Exclusión de 46 artículos más volátiles del IPC (ISI_46), Reponderación por volatilidad (RPV) y Reponderación por persistencia (RPP). Estos tres últimos, de reciente elaboración, se basan en las metodologías de exclusión y de reponderación; para mayor detalle, consultar "Indicadores de inflación subyacente para Costa Rica basados en exclusión y en reponderación", Documento de Investigación DI-06-2013, Departamento de Investigación Económica, BCCR, en <http://www.bccr.fi.cr/investigacioneseconomicas>.

⁹ La inflación promedio de los principales socios comerciales del país en el primer semestre de 2015 (0,84%) se ubicó más de 2 p.p. por debajo de su nivel de largo plazo (estimado en 3%).

públicos, destacando electricidad y; iii) incremento en la oferta de algunos productos agrícolas, con la consecuente reducción en su precio.

Además el primer semestre del año se caracterizó por una relativa estabilidad cambiaria, por lo que por esta vía no se gestaron presiones de inflación. La mejora en los términos de intercambio incrementó la disponibilidad de divisas en el mercado cambiario costarricense y generó presiones a la apreciación del colón. Estas presiones fueron prácticamente compensadas por la participación, como demandante neto, de los intermediarios cambiarios y del Banco Central.

Gráfico 3. 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.

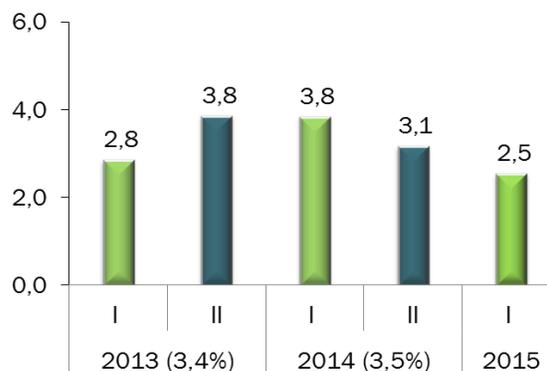
2.2.2. Actividad económica

La actividad económica local, medida con la tendencia ciclo del PIB real, creció 2,5% en el primer semestre del 2015, inferior en 1,3 p.p. a la tasa de igual periodo del año previo. La producción continuó impulsada por la demanda interna (con una variación de 4,9%) y, principalmente, por el comportamiento del consumo de los hogares.

Por el lado de la oferta, el incremento en el PIB estuvo liderado por la industria de servicios, cuyo efecto fue moderado por la contracción de la industria agropecuaria y la desaceleración en la manufactura. Puntualmente destacó:

i) Transporte, almacenamiento y comunicaciones creció 5,3%. Esta tasa refleja el impulso de telecomunicaciones (telefonía celular e internet), a pesar de la desaceleración en servicios relacionados con el comercio internacional de bienes (transporte, servicios portuarios, aduanales, de depósito y almacenamiento).

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



^{1/} Preliminar.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

ii) Comercio, restaurantes y hoteles creció 3,3% (3,7% en 2014), asociado con la evolución de la demanda interna. El máximo aporte provino de las ventas de automóviles, productos de plástico y de hierro utilizados en la industria de la construcción y, en menor medida, de

aparatos eléctricos y del hogar (teléfonos celulares y pantallas de televisión). Por su parte, el aumento en la demanda interna aunado a la de los servicios prestados al turismo receptor, incidió en el resultado de las actividades de hoteles y restaurantes.

- iii) Los servicios empresariales aumentaron 5,5% (4,7% en 2014), principalmente aquellos relacionados con la demanda externa por servicios de centros de llamadas, así como los servicios de alquiler de maquinaria, ingeniería-arquitectura y jurídicos, impulsados con el comportamiento de la construcción.
- iv) En el resto de servicios destacaron los de intermediación financiera y seguros, así como los comunales, sociales y personales¹⁰.

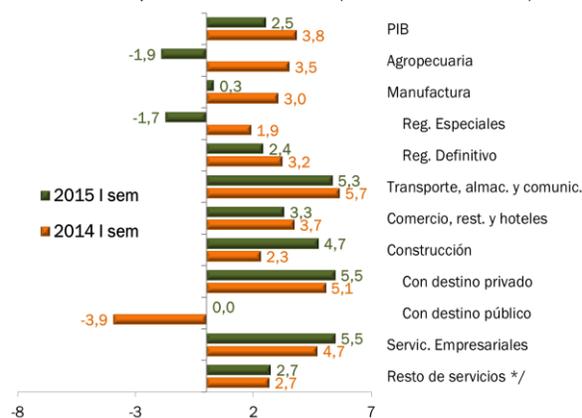
La construcción creció 4,7% (2,3% en 2014), explicada por el aumento en actividades con destino privado (5,5%), particularmente en proyectos de tipo residencial y comercial. Lo anterior fue atenuado por la menor ejecución presupuestaria de proyectos públicos para infraestructura eléctrica. Algunos indicadores relacionados con esta industria como la colocación de créditos para vivienda, la comercialización de insumos para la construcción, la cantidad de permisos de construcción y el nivel de empleo mostraron una evolución coherente con ese comportamiento.

La actividad agropecuaria disminuyó 1,9% (creció 3,5% en 2014) por los efectos del fenómeno ENOS, que principalmente afectó de manera negativa los cultivos de banano y piña.

Por su parte, la actividad manufacturera creció 0,3% (3,1% en 2014); esta tasa reflejó el mejor desempeño de empresas adscritas al régimen definitivo (2,4%) relacionados con productos de plástico, metálicos, farmacéuticos y medicamentos, efecto atenuado por la caída en la producción de empresas de regímenes especiales de comercio (-1,7%), que reflejaron la reducción en las ventas al mercado externo de productos electrónicos y procesadores.

Según componentes del gasto, en el primer semestre del 2015 la mayor contribución al PIB real provino de la demanda interna, con un aporte de 4,8 p.p., mientras las exportaciones disminuyó su contribución en 5,7 p.p. por lo problemas de oferta mencionados anteriormente.

Gráfico 5. Valor agregado por industrias
Variación porcentual interanual (serie tendencia ciclo)-



*/ Incluye servicios de electricidad, agua, intermediación financiera, actividades inmobiliarias, administración pública, servicios comunales, sociales y personales.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁰ En el primer semestre los servicios intermediación financiera y seguros aumentaron 5,5% (8,4% en 2014) reflejaron los flujos de crédito y captación de recursos (depósitos a plazo y de ahorro, en particular), pues por el contrario, hubo una desaceleración en los ingresos por operaciones cambiarias. Los servicios comunales, sociales y personales crecieron 3,2%, liderados por los rubros de diversión y esparcimiento, domésticos, reparación de automotores y servicios médicos.

En el crecimiento de la demanda interna (4,9%) la principal contribución provino del gasto final de los hogares (2,9 p.p.), seguido por la formación bruta de capital y el consumo de Gobierno General que aportaron 1,7 p.p. y 0,3 p.p., respectivamente.

El consumo de los hogares aumentó 4,3%, superior en 0,4 p.p. al del 2014 y reflejó, en buena medida, la compra de bienes de origen importado (vehículos, electrodomésticos y productos alimenticios) y de servicios de telecomunicaciones (internet y telefonía celular).

Lo anterior es congruente con la mejora en los términos de intercambio (10,4%) y su efecto sobre el ingreso disponible (5,6%), además del mayor acceso al crédito bancario, cuya tasa de variación en términos reales fue superior a la resultante un año atrás.

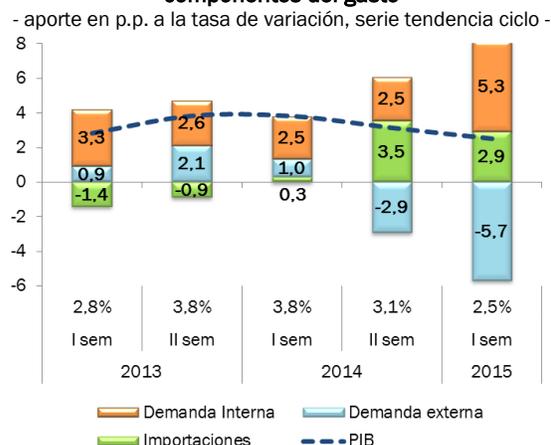
La formación bruta de capital fijo subió 2,2% (7,5% en 2014), impulsada por la inversión privada. Esta desaceleración puso de manifiesto el descenso en la inversión privada en maquinaria y equipo de origen importado y en la ejecución de proyectos de obra pública relacionados con la industria de energía, además del escaso avance en obras de rehabilitación vial (carreteras y puentes).

El gasto de consumo del gobierno, por su parte, creció 3,6% (3,5% el año previo). En este resultado incidió el incremento en la compra de bienes y servicios y la creación de plazas, particularmente, en el Ministerio de Educación Pública.

Los problemas en la oferta de bienes agrícolas y manufacturados (banano y piña, microcomponentes electrónicos y procesadores), originaron una reducción de las exportaciones de bienes y servicios de 10,5% (1,9% en 2014)¹¹. Este comportamiento fue atenuado parcialmente por mayores ventas al exterior de implementos y equipo médico (instrumentos y aparatos de odontología y prótesis oculares) y de servicios (5,5%) vinculados con centros de llamadas y al turismo receptor.

Las importaciones de bienes y servicios disminuyeron 5,7% en la primera mitad del 2015, mientras un año atrás la reducción fue de 0,6%. Por destino económico, la reducción estuvo concentrada en insumos para la industria electrónica (por el traslado de operaciones de manufactura de Intel) y la menor importación de hidrocarburos. Adicionalmente y en línea con la evolución de la actividad manufacturera, bajaron las compras de equipo y maquinaria industrial,

Gráfico 6. Contribución al crecimiento del PIB real según componentes del gasto



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹¹ Las ventas de bienes al exterior mostraron una contracción de -15,1%. Estados Unidos lideró como mercado destino de las exportaciones y, coherentes con la evolución de las ventas de componentes electrónicos, el mercado asiático mostró una reducción cercana a 8 p.p. del total exportado.

materias primas para la industria alimenticia, plástico, papel e insumos para la industria metalúrgica y química. Las compras de servicios crecieron 2,1% (0,2% en 2014), en especial de los relacionados con transporte y viajes.

Recuadro 1. Efectos del Fenómeno El Niño Oscilación Sur (ENOS) sobre la inflación ¹²

El fenómeno El Niño Oscilación Sur (ENOS) está relacionado con el calentamiento del Océano Pacífico a nivel ecuatorial, lo cual genera variaciones en el clima mundial, más acentuadas en regiones colindantes con este océano. En Costa Rica su efecto queda de manifiesto en la reducción de lluvias en la vertiente del Pacífico y en el incremento en las de la vertiente del Atlántico.

El desbalance en la precipitación lluviosa genera pérdidas para la actividad agropecuaria por sequía o anegamiento y daños a la infraestructura, en mayor medida vial, debido a inundaciones. Ello incide negativamente sobre la oferta, sobre todo de bienes agropecuarios, con un efecto incremental de su precio y traslado posterior al nivel de precios al consumidor. Un segundo efecto se presenta vía costos, ya sea por transporte o por uso de técnicas de producción más caras (sistemas de riego, por ejemplo).

La medición de este fenómeno se realiza con el Índice ENOS, cuando toma valores superiores a 0,5 se denomina “El Niño”, mientras que inferiores a -0,5 corresponde a “La Niña”:

Para analizar el efecto ENOS sobre la inflación se utilizó la siguiente especificación econométrica, la cual se estimó con datos mensuales para el periodo 1977-2015:

$$\pi_t = \beta_0 + \beta_1 \pi_{t-j}^* + \beta_2 e_{t-k} + \beta_3 y_{t-l} + f[ENOS] + \varepsilon_t$$

Donde:

π_t : inflación local.

π^* : inflación internacional, aproximada por la inflación de Estados Unidos.

e_t : variación interanual del tipo de cambio nominal.

y_t : brecha del producto, estimada a partir del IMAE.

El efecto ENOS se mide mediante la función $f(ENOS)$, que busca analizar no linealidades en los efectos. Las especificaciones utilizadas para esta función son:

- i. Niño D: variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando el valor de ENOS es superior a la unidad¹³.
- ii. Niño: toma el valor del índice ENOS, cuando éste es mayor a uno.
- iii. Niño*prom.inf.: efecto cruzado entre Niño e inflación promedio para los periodos desde t-1 hasta t-4.
- iv. Niño*Brecha: efecto cruzado con la brecha del producto.

Estas especificaciones también se calculan para el efecto La Niña, es decir, cuando ENOS toma valores negativos. La separación de El Niño y La Niña se hace debido a que sus efectos sobre inflación no son simétricos. Seguidamente se presentan los tres modelos que mostraron el mejor ajuste, en los cuales los resultados para las variables explicativas son coherentes con la teoría económica y resultados empíricos de otros estudios: la inflación de Estados Unidos tiene un efecto positivo y significativo sobre la inflación local con un rezago promedio de 7 meses; la variación interanual del tipo de cambio nominal tiene incidencia positiva y significativa (traspaso es menor a la unidad) y; la brecha del producto tiene efecto significativo con rezago de 12 meses.

¹² Basado en León (2015), documento en proceso en el Departamento de Investigación Económica del Banco Central de Costa Rica.

¹³ Corresponde a una definición “fuerte” del fenómeno. Las conclusiones se mantienen al utilizar el umbral de $\pm 0,5$.

Los resultados mejoran sustancialmente al considerar de forma conjunta El Niño y La Niña. Utilizar una especificación de ENOS como variable dicotómica (Niño D y Niña D) permite confirmar que este fenómeno tiene un impacto sobre la inflación (modelo 1); sin embargo, no es posible evaluar el impacto de la intensidad con la que éste se presentó. Esto último se logra al utilizar la especificación Niño y Niña que captura la intensidad del ciclo climático (modelo 2).

Cuadro 1.1.

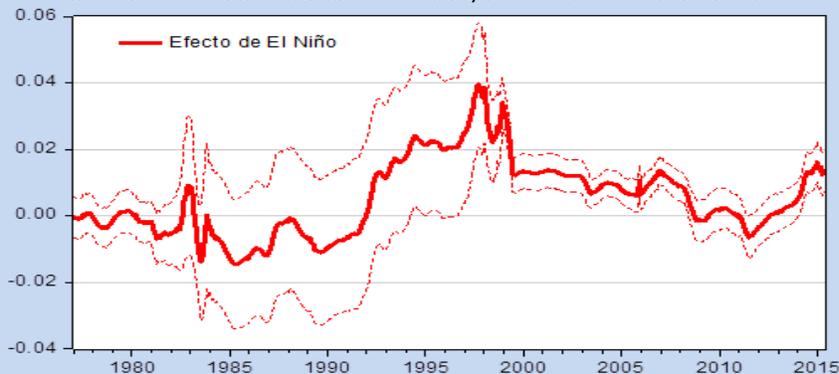
Variable dependiente: Inflación						
Variables	1		2		3	
	coef.	rez	coef.	rez	coef.	rez
const.	0,09		0,07***		0,08***	
Inflación EE.UU.	0,55***	-7	0,73***	-7	0,58***	-7
Devaluación	0,19***	-3	0,20***	-3	0,19***	-3
Brecha de producto	0,43***	-12	0,41***	-12	0,40***	-12
Niño D	0,05***	-3				
Niño			0,03***	-3	0,00	-3
Niño * Prom. Inf.					0,18***	-3
Niño * Brecha					1,92***	-3
Niña D	0,02*	-2				
Niña			0,01*	-2	-0,05***	-2
Niña * Prom. Inf.					0,46***	-2
Niña * Brecha					-0,21	-2
R2 ajustado	0,84		0,85		0,85	
Periodo	1977-2015					

Nota: *, **, *** indican resultados significativos al 10%, 5% y 1% respectivamente

Los resultados sugieren que el nivel de inflación promedio influye en el impacto que El Niño y La Niña tienen sobre la inflación (modelo 3). En periodos de alta inflación el efecto ENOS es mayor que en periodos de baja inflación. Ello puede obedecer a que ante inflaciones altas es más fácil trasladar incrementos de costos a los precios o que la elasticidad precio de la demanda es menor cuanto mayor es la inflación. Cuando la economía enfrenta presiones de demanda, el efecto ENOS sobre la inflación tiende a ser mayor, los productores pueden trasladar el incremento en sus costos a los precios al consumidor con mayor facilidad.

Otro factor por considerar es que el efecto ENOS no es constante a lo largo del tiempo. Para evaluar este aspecto se estimó el modelo 2 con una ventana móvil. La evolución del coeficiente se presenta en el gráfico 1.1 y se destaca que este fenómeno tuvo un efecto significativo entre 1995 y 2006, y vuelve a tomar relevancia a partir del 2014.

Gráfico 1.1. Efecto ENOS sobre inflación, estimación con ventana móvil



Los resultados confirman la influencia del fenómeno ENOS sobre la inflación, aunque no es constante en el tiempo y depende del estado en que se encuentre la economía, el coeficiente estimado es relativamente bajo. Por lo tanto no es de esperar que la presencia de este fenómeno climático desvíe significativamente la inflación de su trayectoria.

En lo que a empleo corresponde, en el primer trimestre del 2015 hubo un deterioro de las condiciones del mercado de trabajo.

La tasa neta de participación (61,8%) disminuyó 1,9 p.p. con respecto al año previo, la cantidad de ocupados se redujo en cerca de 33 mil personas y la tasa de desempleo pasó de 9,8% en el periodo enero-marzo del 2014 a 10,1% un año después.

Particularmente al primer trimestre del 2015 el perfil de los desocupados se caracterizó mayoritariamente por: i) tener entre 15 y 24 años (41,5%); ii) tener educación secundaria o menor grado (76,3%); iii) ser residentes de zonas urbanas (76,3%) y; iv) tener menos de tres meses en esta condición (50,7%).

2.2.3. Balanza de pagos

Al primer semestre del año las transacciones del país con el resto del mundo mostraron un déficit en cuenta corriente equivalente a 1,7% del PIB anual (2,4% en 2014). Esta mejora relativa estuvo determinada por el menor desbalance en el intercambio de bienes y el mayor superávit en la cuenta de servicios. En este lapso los flujos de ahorro externo alcanzaron para financiar esa brecha y generar una acumulación de activos de reserva, cuyo saldo alcanzó 15,7% del PIB.

En el menor déficit comercial influyó la reducción de 13,6% en el valor de compras, asociado a la caída (50,7%) en la factura petrolera y a la contracción (7,7%) del resto de

Cuadro 2. Indicadores de empleo

Año	Población de 15 años o más ^{1/}	Fuerza de trabajo ^{1/}	Tasa neta de participación (%)	Ocupados ^{1/}	Desocupados ^{1/}	Tasa de desempleo abierto (%)
I 2014	3.628.363	2.310.113	63,7	2.084.210	225.903	9,8
II 2014	3.645.426	2.252.474	61,8	2.048.011	204.463	9,1
III 2014	3.661.332	2.294.204	62,7	2.065.801	228.403	10,0
IV 2014	3.676.598	2.279.775	62,0	2.059.600	220.175	9,7
I 2015	3.692.461	2.282.882	61,8	2.051.208	231.674	10,1

^{1/} Cantidad de personas.

Tasa de participación: Fuerza de trabajo/Población de 15 años o más.

Tasa de ocupación: Ocupados/ Población de 15 años o más.

Tasa de desempleo: Desocupados/Fuerza de trabajo.

Fuente: Encuesta Continua de Empleo, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

Cuadro 3. Balanza de Pagos ^{1/}

-millones de dólares-

	2014			2015
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem
Cuenta corriente (% PIB)	-2,4%	-2,4%	-4,8%	-1,7%
Cuenta corriente	-1.178	-1.191	-2.368	-901
Bienes	-3.108	-2.918	-6.025	-2.886
Exportaciones FOB	5.885	5.255	11.139	4.880
Importaciones CIF	8.992	8.172	17.165	7.766
De los cuales hidrocarburos	1.242	863	2.106	613
Servicios	2.569	2.517	5.087	2.761
De los cuales viajes	1.368	1.035	2.404	1.481
Renta y transferencias	-639	-790	-1.430	-775
Cuenta de capital y financiera	1.343	912	2.255	1.971
Sector público	881	173	1.054	1.024
Sector privado	462	739	1.201	947
De los cuales IED	1.047	1.131	2.178	1.079
Activos de reserva	-166	279	113	-1.071
(-aumento, + disminución)				

^{1/} Datos estimados para 2015.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

artículos importados. Por su parte, el valor de las ventas externas fue inferior en 17,1% a las de igual período del año previo, principalmente por el descenso en las exportaciones de empresas de zona franca, en particular, de aquellas productoras de componentes electrónicos y microprocesadores y de las empresas del régimen definitivo dedicadas a la exportación de banano, piña y papel.

La cuenta de servicios mostró un mayor superávit con respecto al observado en igual lapso del 2014, ante el mejor desempeño del turismo receptivo y los servicios de informática y procesamiento de información. Este grupo creció 7,4% interanual y fue el de más aporte al resultado favorable del componente real de la balanza de pagos.

Por su parte, en la cuenta de capital y financiera, los flujos de ahorro externo tanto públicos como privados crecieron 46,8% (EUA\$1.971 millones) con respecto a igual lapso del año previo. En los desembolsos para el sector público destacó la colocación de EUA\$1.000 millones correspondiente a la cuarta y última emisión de títulos de deuda externa (Ley 9070), que, aunada a menores amortizaciones por parte de estos entes, llevó a un ingreso neto superior en EUA\$143 millones al de un año atrás. En tanto, los flujos para el sector privado aumentaron en EUA\$485 millones en este lapso en buena medida por la repatriación de activos externos de la banca comercial.

El balance de las transacciones reales y financieras con no residentes permitió una acumulación de activos externos de EUA\$1.071 millones¹⁴, con lo cual el saldo de reservas internacionales netas (RIN) alcanzó el equivalente a 15,7% del PIB anual estimado, a 7,1 meses de las importaciones de bienes previstas para el 2015 y a 2,1 veces la base monetaria del país.

2.2.4. Finanzas públicas

Al primer semestre del 2015 el déficit financiero acumulado del Sector Público Global Reducido representó 2,6% del PIB anual, superior en 0,7 p.p. al registrado un año atrás. Este resultado estuvo determinado, principalmente, por el deterioro en las finanzas del Gobierno Central y por el menor superávit del resto del Sector Público No Financiero Reducido¹⁵.

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

	2014	2015
Sector Público Global	-1,9	-2,6
Banco Central	-0,4	-0,4
Sector Público no Financiero	-1,6	-2,2
Gobierno Central	-2,6	-2,8
Resto del SPNF	1,0	0,6

^{1/} Cifras preliminares.

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

En particular, el Gobierno Central acumuló una brecha financiera de 2,8% del PIB (2,6% en junio del 2014), producto de un aumento en el gasto total (10%) superior al de los ingresos tributarios (8%)¹⁶. El comportamiento de los ingresos y gastos primarios (excluido el servicio de intereses) llevó a un faltante primario acumulado a junio de 1,5% del PIB anual, superior 0,1 p.p. a lo observado 12 meses antes.

¹⁴ Excluye variaciones por concepto de precio y tipos de cambio.

¹⁵ Incluye la muestra de instituciones públicas conformada por la CCSS, ICE, CNP, Recope, JPSSJ e ICAA.

¹⁶ En términos reales estas partidas crecieron, en ese orden, 7,4% y 5,5%.

La expansión del gasto gubernamental estuvo explicada, en mayor medida, por la evolución de las remuneraciones (9,5%), transferencias corrientes y de capital (7,5% y 10,5% respectivamente) y el servicio de intereses (19,5%). En las transferencias corrientes y de capital destacaron las giradas al Fondo Especial de Educación Superior, al Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares y al Consejo Nacional de Vialidad para atender los programas de rehabilitación y mantenimiento de la red vial nacional (Ley 7798¹⁷), así como el traslado de recursos para pensiones con cargo al Presupuesto Nacional.

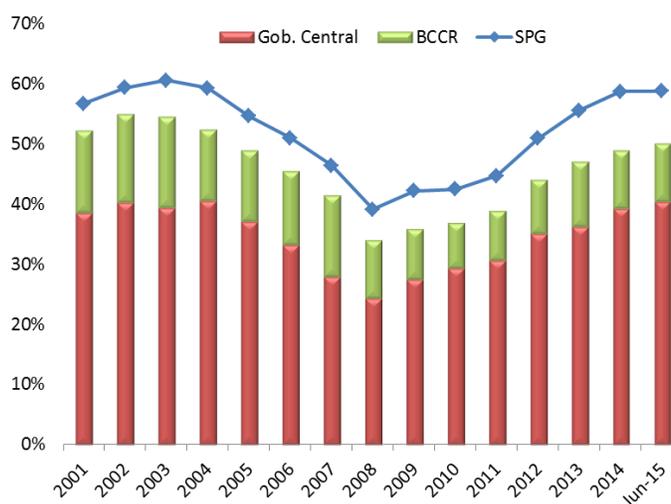
Por su parte, el incremento en el servicio de intereses de la deuda evidenció las consecuencias del deterioro en las finanzas públicas y del creciente nivel de su deuda, cuya trayectoria creciente inició en el 2009.

En los ingresos destacó la desaceleración en la recaudación de los tributos internos de ventas y selectivo de consumo (5,7% y 1,3%, respectivamente) y en aduanas (1,5%), congruente con el menor ritmo de actividad económica en la primera mitad del año y, la merma en las importaciones. Lo anterior fue parcialmente compensado por el mejor recaudo del impuesto sobre ingresos y utilidades (renta) y el incremento en el rubro de “otros ingresos tributarios”¹⁸. Adicionalmente, resaltó el impulso de los ingresos no tributarios, provenientes del Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares (Ley 8783) y por el traslado de utilidades que realizó el Instituto Nacional de Seguros (Ley 8653)¹⁹.

En lo que a Banco Central concierne, éste acumuló un déficit financiero (según metodología cuentas monetarias) equivalente a 0,4% del PIB a junio, proporción similar a la observada un año atrás²⁰. En dicho resultado incidió el mayor diferencial entre el pago de intereses sobre pasivos en moneda nacional y el rendimiento medio de sus activos externos (expresado en moneda local).

El resto del sector público no financiero reducido, según cifras preliminares, acumuló un superávit financiero de 0,6% del PIB, resultado inferior al registrado un año antes (1%), principalmente por la desmejora en la situación financiera de casi todas las instituciones de la muestra, especialmente de la Refinadora

Gráfico 7. Deuda del Sector Público Global
- % del PIB -



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

¹⁷ Ley de creación del Consejo Nacional de Vialidad, Gaceta 105 del 29/05/90.

¹⁸ Incluye los tributos al tabaco, sociedades anónimas y solidario, así como el impuesto único a los combustibles.

¹⁹ Según lo dispuesto en el artículo 52 de la Ley Reguladora del Mercado de Seguros (Ley 8653).

²⁰ Esta brecha fue menor a la prevista en el Programa Macroeconómico aprobado en enero pasado, por cuanto el costo de absorción en este lapso fue inferior al estimado en esa ocasión.

Costarricense de Petróleo y del Instituto Costarricense de Electricidad.

En línea con el deterioro de las finanzas públicas, el saldo de la deuda pública total²¹ ascendió a ¢16,9 billones en junio del 2015 (58,7% del PIB anual), para un incremento en la razón de deuda de casi 2,3 p.p. con respecto a la observada un año antes. Para el Gobierno Central la razón de deuda a PIB alcanzó 40,4% (38,1% hace un año)²².

El aumento 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 (producto de la combinación de medidas de contención de gasto e incremento de ingresos), la razón de deuda a producto mantendrá la tendencia creciente, condición no sostenible en el mediano plazo.

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

Los indicadores de ahorro financiero (liquidez y riqueza financiera) mostraron en el primer semestre del año tasas medias de variación similares a las de igual lapso del 2014 y esos recursos financieros permitieron atender la demanda de crédito del sector privado y financiar parte del déficit fiscal²³, en un entorno de reducción de tasas de interés en colones.

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			Crédito sector privado		
	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{4/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{4/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{4/}	Moneda nacional	Moneda extranjera ^{3/}	Total ^{4/}
2013												
Enero-Junio	10,6	-0,7	5,7	18,3	6,6	13,5	19,7	7,7	16,0	8,9	19,1	13,1
Julio-Diciembre	13,2	5,2	9,9	15,1	8,3	12,4	15,2	6,0	12,5	8,6	18,2	12,6
Enero-Diciembre	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												
Enero-Junio	14,8	11,5	13,5	11,0	9,9	10,6	13,4	7,6	11,7	15,2	13,9	14,6
Julio-Diciembre	11,4	13,2	12,1	12,7	12,5	12,6	13,3	12,7	13,2	19,6	8,9	14,9
Enero-Diciembre	13,1	12,3	12,8	11,9	11,2	11,6	13,4	10,2	12,4	17,4	11,4	14,7
2015												
Enero-Junio	6,2	5,3	5,8	12,6	6,7	10,4	13,0	7,2	11,4	15,4	9,1	12,6

1/ Comprende Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de ahorro y préstamo y Caja de Ande). Información preliminar bancos al 30/06/15 y del resto de intermediarios financieros a abril del 2015.

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/ Moneda extranjera valorada a un mismo tipo de cambio.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²¹ Incluye la deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y de algunas instituciones públicas.

²² El Gobierno atendió sus requerimientos, mayoritariamente, con deuda interna colocada en el sector privado (fondos de pensión, entre otros) y en la banca comercial. Si bien colocó títulos en el mercado internacional, la mayor parte de estos recursos los mantiene depositados en el Banco Central.

²³ De la colocación neta de títulos públicos de deuda interna, casi el 37% fue adquirida por los bancos comerciales.

En particular destacó lo siguiente:

- i) El ahorro financiero creció a tasas similares a lo incluido en la programación macroeconómica de enero pasado, no así el crédito al sector privado, cuya variación se ubicó ligeramente por debajo de lo previsto.
- ii) El comportamiento previsto en esa ocasión para el ahorro y el crédito, además del proceso creciente de profundización financiera, contempló la meta de inflación y un crecimiento económico en torno a 3,4% para el 2015, tasa que fue revisada a la baja en el presente ejercicio.

Así, la política monetaria no ha sido restrictiva, condición que evidencia la mayor disponibilidad de recursos líquidos en el sistema financiero y, en consecuencia, tasas de interés en el MIL por debajo de la TPM. Aun cuando el Banco Central ha podido administrar estos recursos líquidos, reconoce que es preciso continuar con su traslado hacia instrumentos de captación de mayor plazo, con el fin de reducir el riesgo de que a futuro se manifiesten en presiones adicionales de demanda que obstaculicen el cumplimiento del objetivo inflacionario.

- iii) El menor dinamismo de los medios de pago, tanto en moneda nacional como en dólares, respondió, entre otros, al menor nivel de transacciones y a la preferencia por instrumentos financieros a plazo motivada por tasas de interés reales que en promedio fueron más altas que las de un año atrás²⁴.
- iv) El aumento por moneda de estos indicadores ha sido asimétrico. En el ahorro, la preferencia por operaciones en colones aumentó ligeramente, lo cual contribuye a mejorar la eficacia de la política monetaria; no obstante, en el crédito bancario hubo señales de un incipiente incremento en la dolarización, lo que pone de manifiesto la falta de internalización del riesgo cambiario en las decisiones de deudores y prestamistas y que adiciona vulnerabilidades al sistema financiero²⁵.

La ausencia de presiones adicionales de demanda agregada sobre la inflación, la convergencia de las expectativas inflacionarias hacia el rango meta y choques que afectaron la oferta de bienes y servicios y favorecieron la reducción de la inflación (como los originados en los precios de bienes importados o en factores climáticos), permitieron al Banco Central reducir en cinco ocasiones la TPM²⁶, desde 5,25% a 3,50%.

²⁴ La tasa básica pasiva media en términos reales fue de 1,73% en los primeros siete meses del 2015 (0,28% un año atrás).

²⁵ Este comportamiento presenta características que le diferencian de lo observado en el 2012-2013, pues en ese momento los intermediarios financieros, en general, favorecieron la contratación de crédito en dólares y parte importante de éste fue financiado con endeudamiento externo; además, la introducción de normas de carácter macroprudencial fue posterior a esas fechas.

²⁶ De 5,25% a 4,75% el 2 de febrero (sesión 5677-2015, 30 enero 2015); 4,50% el 19 marzo (sesión 5682- 2015, 18 marzo 2015); 4,0% el 23 de abril (sesión 5684-2015, 22 abril 2015); 3,75% el 21 de mayo (sesión 5688-2015, 20 mayo 2015) y 3,50% el 20 de junio (sesión 5691-2015, 19 junio 2015).

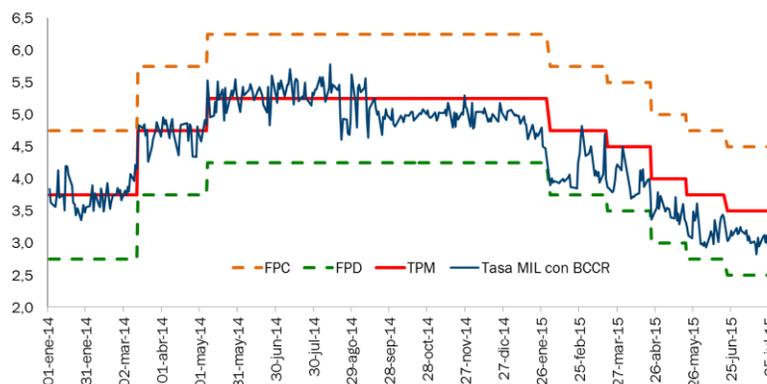
La reducción en la TPM (175 p.b.), como era previsible, se trasladó casi de inmediato a las tasas del mercado de dinero; no obstante la transmisión de la política monetaria ha sido gradual, por lo que es de esperar que el sistema financiero continúe ajustando a la baja sus tasas de interés en colones²⁷.

Tomando como referencia la expectativa de inflación a 12 meses, la TPM fue negativa en términos reales (1,3%), en tanto que la Tasa básica pasiva y el promedio de tasas activas en colones informado por los intermediarios financieros al BCCR mostraron valores positivos de 1,8% y 10,6%, en ese orden; lo que evidencia el amplio margen en colones entre el costo de los recursos para el sistema financiero y para el sector privado no financiero²⁸.

En materia cambiaria, en los primeros siete meses del año (hasta el día 27 de julio) el tipo de cambio mostró una relativa estabilidad (el colón se apreció en 1,1%), con una variación máxima de 2,8% entre el mayor y el menor precio registrado en el Mercado de monedas extranjeras (Monex) en este lapso. Este período estuvo caracterizado por:

- i) La adopción de un régimen de flotación administrada²⁹, con vigencia a partir del 2 de febrero.

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.

²⁷ El proceso de transmisión de la política monetaria (que inicia con cambios en la TPM) es gradual y la velocidad e intensidad del ajuste en otras tasas de interés depende del instrumento financiero. De la investigación “El orden de propagación de cambios en la tasa de política del Banco Central sobre las tasas de interés del sistema financiero en Costa Rica” [DI-03-2013](#) se desprende, entre otros, lo siguiente:

- El traspaso y la velocidad del ajuste aumenta cuanto mayor flexibilidad cambiaria exista.
- En promedio, ese traspaso toma entre cinco y once meses, dependiendo del instrumento financiero.
- Cambios en la TPM primero se reflejan en las tasas de interés pasivas y luego en las tasas de interés activas.
- Existe asimetría en la velocidad del ajuste: aumentos en la Tasa de política monetaria se propagan con mayor velocidad que reducciones en este indicador.

²⁸ Información disponible al 27 de julio del 2015. Esa diferencia es una aproximación del margen de intermediación financiera en colones. En la determinación del margen de intermediación intervienen una variedad de factores como el grado de competencia entre los intermediarios y la eficiencia con la que ejecutan sus actividades (costos de operación).

²⁹ Este régimen se caracteriza por: i) el tipo de cambio es mayoritariamente determinado por el mercado; ii) no existe una ruta predecible para el tipo de cambio; iii) su trayectoria estable no es resultado de acciones oficiales; iv) la intervención del Banco Central en el mercado cambiario puede ser directa o indirecta, para moderar la volatilidad excesiva, pero no existen políticas para alcanzar un nivel específico de tipo de cambio y, requiere de consideraciones como posición de balanza de pagos, nivel de reservas internacionales y desarrollo de mercados paralelos.

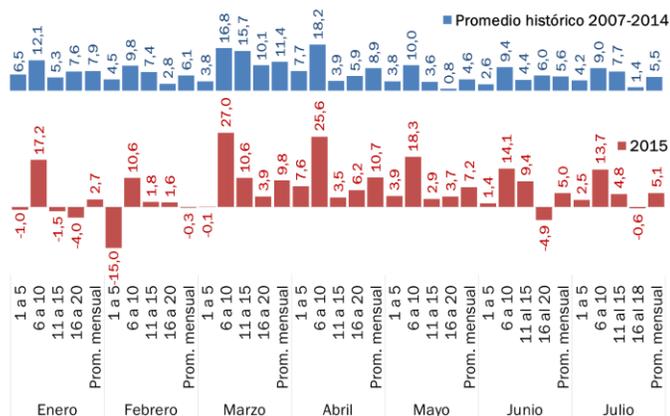
ii) La transición del régimen de banda cambiaria a flotación administrada ocurrió sin cambios significativos respecto de lo observado en los meses previos. En ello influyó, que durante los últimos 13 meses de vigencia del esquema de banda cambiaria “de jure” el mercado operó bajo un régimen de flotación “de facto” y que la estructura y la normativa de funcionamiento se mantuvieron inalteradas.



Información hasta el 27 de julio.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En relación con esto último, el Banco Central es consciente de los beneficios que otorga la flexibilidad cambiaria a la ejecución de la política monetaria, pero también de los riesgos asociados a fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, razón por la cual mantuvo la facultad de intervenir para estabilizar el mercado, cuando se presenten ese tipo de variaciones³⁰.

Gráfico 10. Promedio diario resultado neto ventanillas por día hábil Enero -julio (26) 2015, cifras en millones de dólares



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

iv) Un superávit en el mercado privado de cambios (promedio diario) creciente en los últimos dos semestres³¹.

³⁰ En los primeros días del nuevo régimen, como era previsible y contrario a lo que dictaba la regularidad del mercado cambiario, los agentes económicos fueron demandantes netos de dólares, situación que aun cuando fue mitigada en parte por los intermediarios cambiarios, requirió de la intervención del Banco Central como vendedor de divisas.

- v) Un menor requerimiento neto de divisas (promedio diario) por parte del Sector Público no Bancario³².
- vi) Los intermediarios cambiarios aumentaron su posición en divisas y el Banco Central, acorde con lo dispuesto por su Junta Directiva, participó como comprador neto para atender requerimientos del sector público y fortalecer su posición de reservas internacionales netas³³.
- vii) El impacto de la mejora en los términos de intercambio, como se detalla en el siguiente recuadro, coadyuvó a la apreciación real del colón, sin embargo, el tipo de cambio real se mantiene en su zona de equilibrio.

Recuadro 2. El tipo de cambio real y su zona de equilibrio³⁴

El tipo de cambio real (TCR) se puede definir como la relación entre el precio de bienes y servicios transables (P^T) de una economía con respecto al de los no transables (P^{NT}). Suele aproximarse con el tipo de cambio nominal (TCN) y la relación entre los precios externos (P^*) y los precios locales (P).

$$TCR = \frac{P^T}{P^{NT}} \approx TCN \frac{P^*}{P} \quad (1)$$

Es usual calcular esta relación en dos momentos del tiempo y compararlas para inferir en qué medida un movimiento del TCN compensaría la diferencia entre la inflación de Costa Rica y la de los principales socios comerciales. Esta comparación no proporciona información acerca de si el valor del tipo de cambio real corresponde a una situación de equilibrio.

Dado que el TCN es uno de los componentes para el cálculo del TCR, podría existir la presunción de que inducir alteraciones en el TCN podría llevar el TCR a niveles diferentes del observado. Como se ilustra en el diagrama, un aumento en el TCN generaría, en el plazo inmediato, un TCR más alto (efecto 1, en diagrama); sin embargo por efecto traspaso, el mayor TCN influiría sobre los precios locales de los bienes importados (efecto 2), que a su vez afectan el nivel de inflación local; esta última es determinante en las negociaciones salariales, lo que aumentaría los costos de producción y las tasas de interés. La combinación de estos efectos (conforman el denominador de la expresión (1)) aunado a la ausencia de efecto sobre los precios internacionales (efecto 3), compensaría el efecto inicial sobre el TCR al cabo de unos meses (efecto 4).

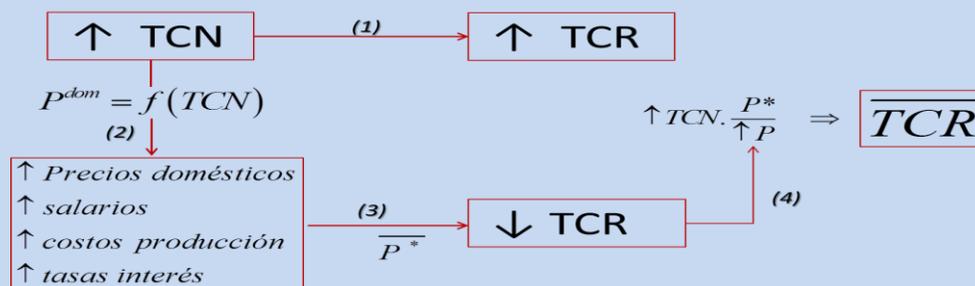
³¹ El promedio diario de las “ventanillas” fue de EUA\$0,16 millones en el primer semestre del 2014, de EUA\$3,35 millones en el siguiente y de EUA\$5,66 millones en el primer semestre del 2015.

³² Mientras en la primera mitad del 2014 el sector público no bancario demandó, en promedio diario, EUA\$4,10 millones, en los siguientes dos semestres la media fue de EUA\$2,6 y EUA\$5,5 millones, en ese orden.

³³ En enero pasado la Junta Directiva autorizó un programa de compra de divisas por un máximo de EUA\$800 millones para el período febrero 2015-diciembre 2016. Al 27 de julio el Banco Central había adquirido EUA\$309,4 millones.

³⁴ Basado en Barquero y Muñoz (2015), *Costa Rica: tipo de cambio real y zona de equilibrio*.

Diagrama
Efectos de un aumento en el tipo de cambio nominal



Lo ocurrido en la economía costarricense en el 2014 es ejemplo de lo comentado: el TCN pasó de cerca de ₡500 en los primeros días de enero a ₡562 el 12 de marzo (depreciación de 11%³⁵); por su parte la inflación medida con la variación interanual del IPC pasó de 2,7% en febrero a 5,9% en noviembre del 2014. La depreciación nominal tuvo un efecto transitorio sobre el TCR, puesto que en diciembre del 2014 su nivel (80,4) retornó a un valor prácticamente igual al observado en enero de ese año (80,2).

Por su parte, el TCR de equilibrio (TCRE) se define como el nivel de tipo de cambio que predomina cuando la economía alcanza su equilibrio interno (brecha de producto nula y ausencia de presiones inflacionarias o deflacionarias) y externo (cuenta corriente de balanza de pagos financiable con flujos externos de capital de largo plazo).

El TCRE es una variable no observable, no es constante a lo largo del tiempo y existen diversos métodos estadísticos y econométricos para aproximarlos³⁶. Toda medición está sujeta a algún grado de incertidumbre, por lo que los bancos centrales suelen utilizar el promedio de las estimaciones obtenidas y definen una zona de equilibrio a partir de ese promedio; el BCCR utiliza una amplitud de 7,5% con respecto al promedio obtenido.

La literatura económica señala un conjunto de variables macroeconómicas que determinan el TCRE, para Costa Rica las relevantes son las siguientes:

Términos de intercambio: una mejora en éstos significa que la economía recibe más dólares por unidad exportada o debe pagar menos dólares por unidad importada. Esto crea un exceso de oferta de dólares, que tiende a reducir el TCN y por lo tanto, también baja el TCR (aumenta el poder adquisitivo de la moneda nacional para comprar en los mercados internacionales).

Productividad: si un país mejora su productividad implica que le cuesta menos producir bienes y servicios y por lo tanto puede vender más sin variar los precios. Esta mejora se traslada al TCN de manera similar a una mejora en los términos de intercambio, apreciando la moneda nacional y en consecuencia, reduciendo el TCR.

Gasto del Gobierno: aumentos en esta variable presionan al alza los precios internos, ya que una alta proporción del gasto del Gobierno es en bienes y servicios no transables (salarios, provisión de servicios públicos, infraestructura), lo que provoca que la diferencia entre la inflación local con respecto a la de los principales socios comerciales aumente, lo cual tiende a reducir el TCR. En este caso los costos de los bienes y servicios no transables aumentan y dado que son insumo en la producción de mercancías transables, el exportador tiende a perder competitividad.

³⁵ Esta depreciación generó ajustes en los precios de bienes con alto contenido importado y de bienes y servicios regulados, así como demandas de aumentos salariales para el segundo semestre del año, con efectos incrementales sobre el déficit fiscal y los costos de producción del sector privado. Todo ello pese a que el TCN se estabilizó al término del primer semestre.

³⁶ El Banco Central utiliza dos métodos estructurales y cuatro filtros estadísticos para estimar el TCRE.

Otra manifestación de la presión fiscal sobre el tipo de cambio real, observada en Costa Rica, es que si el Gobierno recurre al financiamiento externo para financiar su déficit, el ingreso de divisas incrementa la oferta de dólares y el TCN tiende a decrecer y por tanto el TCR también.

Posteriormente, estos efectos tienden a ser contrarrestados por el incremento en el saldo de deuda externa, que provoca que cada vez se requiera mayor cantidad de divisas para atender el servicio de la deuda. El crecimiento de la deuda puede incrementar el riesgo país y puede disminuir la entrada de capitales. La combinación de estas fuerzas crea presiones para el aumento del TCN y por lo tanto del TCR.

Diferencia entre las tasas de interés reales locales y externas: determina la dirección de los flujos de capital. Cuanto mayor sea la tasa de interés interna con respecto a la externa, más atractivo será para los agentes traer capitales para realizar inversiones financieras en el país y por lo tanto, se incrementa la oferta de dólares interna, creando presiones a la apreciación nominal y real de la moneda nacional.

El gasto del Gobierno y la diferencia entre las tasas de interés reales internas y externas son los determinantes con el mayor efecto sobre la apreciación real del colón que se manifiesta a partir del 2007.

El TCR no es una variable que pueda ser influida en forma permanente por el Banco Central y cualquier intento es costoso, además de ineficiente y regresivo para productores y población en general. Para modificarlo se requiere actuar sobre las variables que lo determinan, entre ellas la productividad (eficiencia), el gasto del Gobierno y la diferencia entre tasas de interés internas e internacionales.

Gráfico 2.1. Costa Rica: Tipo de cambio real y zona de equilibrio */



*/ Corresponde al promedio trimestral del Índice de tipo de cambio efectivo real con ponderadores móviles.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

2.2.6. Estabilidad del Sistema Financiero Nacional

El Sistema Financiero Nacional (SFN), de acuerdo con el Índice de Tensión Financiera³⁷ (ITF), no presentó tensiones significativas durante el primer semestre del 2015, en el tanto mantuvo valores cercanos a cero.

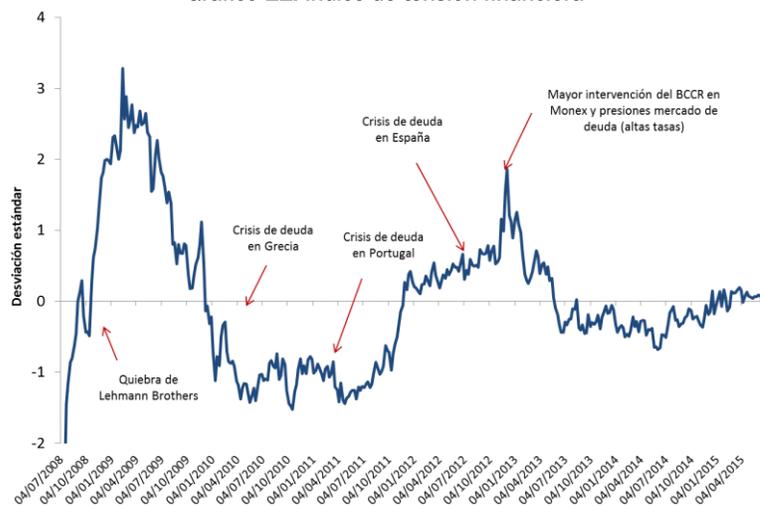
Este indicador refleja el comportamiento de los mercados de deuda pública y privada, cambiario, liquidez y accionario. Sólo el componente de la deuda (bonos) emitida por los bancos privados a un año plazo reflejó un incremento en el margen del rendimiento en dólares en relación con el la deuda del Gobierno para igual plazo, sin que esto implicara tensiones para el sistema.

Por su parte, el Indicador de auges crediticios (IAC) en colones mostró la convergencia de la razón del crédito a PIB con respecto a su tendencia de largo plazo, mientras que en moneda extranjera, se acentuó la desaceleración con respecto al 2014, en especial en los bancos públicos.

Lo anterior es congruente con las medidas de carácter macroprudencial adoptadas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) y el

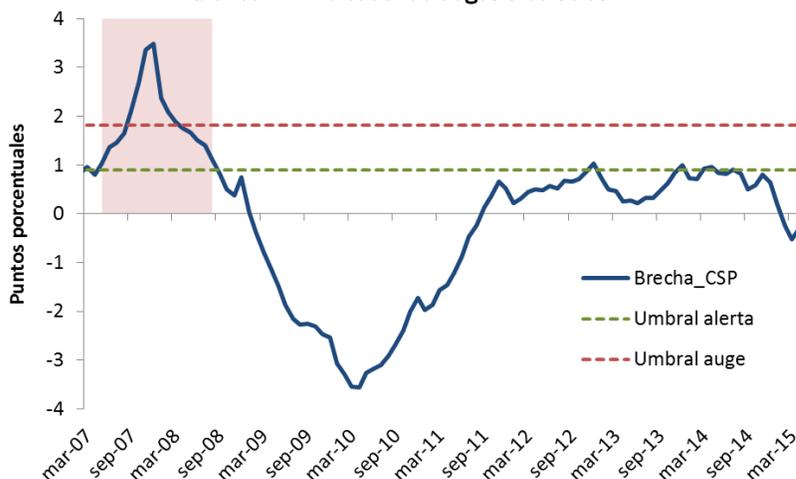
Banco Central, con el objetivo de fortalecer los procesos de gestión y supervisión de los riesgos de crédito en las entidades bancarias, especialmente en los préstamos dirigidos a unidades

Gráfico 11. Índice de tensión financiera



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

Gráfico 12. Indicador de auges crediticios



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

³⁷ Ver documento *Índice de tensión financiera para Costa Rica*, DI-06-2014.

económicas cuya principal fuente de ingresos es en moneda nacional, lo cual a su vez favorece la efectividad de la política monetaria.

En cuanto a los principales indicadores de solidez del sistema bancario, destaca los siguientes:

- i. La adecuación de capital de los intermediarios privados continuó por encima del mínimo regulatorio (10%); no obstante, mantuvo la tendencia decreciente de años previos. El promedio para el sistema mostró poca variación con respecto al 2014.

El indicador de apalancamiento (relación del patrimonio a los activos totales) se ubicó por encima de 11% y registró pocos cambios con respecto al año previo.

- ii. El indicador de liquidez³⁸ en la banca pública y privada se mantuvo por encima de 1,0 (condición de normalidad). Adicionalmente, la relación de activo líquido a pasivo volátil mostró niveles adecuados de liquidez según el promedio de los últimos cinco años.
- iii. La rentabilidad respecto al patrimonio no cambió en el último año, con niveles cercanos a 8,0%, pero en términos reales mejoró dada la menor tasa de inflación. Esto fue más evidente en los bancos públicos, donde el indicador nominal aumentó cerca de 1 p.p., luego de las disminuciones en años previos.
- iv. La calidad de la cartera crediticia, medida por la participación en el total de la cartera del saldo de crédito con atrasos mayores a 90 días y en cobro judicial, se ubicó por debajo del valor regulatorio. No obstante, el indicador de mora amplia³⁹ aumentó en los primeros cinco meses del año luego de la leve reducción observada en 2014, en parte asociado con el menor dinamismo del crédito.

El procurar la estabilidad del sistema financiero costarricense requiere del seguimiento continuo de indicadores como los comentados, con el fin de adoptar, de manera preventiva y coordinada con los entes supervisores, las medidas necesarias para mitigar los riesgos que puedan atentar contra esa estabilidad.

³⁸ Correspondencia de plazos a uno y tres meses, según monedas, ajustado por volatilidad.

³⁹ Créditos liquidados contra estimaciones y los bienes recuperados en dación de pago.

3. REVISIÓN PROGRAMA MACROECONÓMICO 2015-2016

3.1. Objetivos y medidas de política

La revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016 considera la recuperación gradual del ritmo de crecimiento mundial, el efecto ordenado en los mercados financieros internacionales de continuar el 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, en un contexto interno que no incorpora los alcances de una reforma fiscal.

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

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

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Consensus Forecasts, julio 2015 y Banco Mundial, junio 2015.

Las proyecciones de crecimiento para economías avanzadas mejoran con respecto al 2014, pero para las emergentes y en vías de desarrollo, la situación es disímil.

A nivel interno, en el bienio en comentario la producción estaría impulsada principalmente por el gasto interno, comportamiento apoyado en el incremento del ingreso disponible, reflejo a su vez de la mejora en los términos de intercambio.

Particularmente para el 2015 se estima que la economía crecería 2,8%, inferior en 0,7 p.p. a lo registrado el año previo y en 0,6 p.p. a lo estimado en enero pasado; esta desaceleración es explicada, en buena medida, por los efectos adversos que sobre la actividad agropecuaria está teniendo el fenómeno ENOS y la caída en la producción de empresas de regímenes especiales de comercio. Para el 2016 habría una mejora en crecimiento, con una tasa de 4,0%, similar a lo estimado para ese año en enero pasado. Estas proyecciones no consideran los alcances de una reforma fiscal.

En este contexto, para lo que resta del período 2015-2016 la Junta Directiva mantuvo la meta de inflación en 4% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.. Esta meta, de cumplimiento mensual, fue planteada pese a que existe una alta probabilidad de que la inflación continúe desviada en buena

parte del segundo semestre del 2015. La decisión de mantener la meta de inflación se sustentó en:

- i) Se estima que el efecto de los determinantes de ese desvío será transitorio (baja presión inflacionaria de origen importado, reducción en algunas tarifas de servicios regulados y choques de oferta agrícolas) y, aun cuando el comportamiento reciente de los precios de materias primas y metales en los mercados internacionales no permite descartar próximas reducciones adicionales en el precio local de bienes relacionados, se supone que de ocurrir éstas no alcanzarían las magnitudes observadas en la historia reciente.
- ii) La evolución de los determinantes macroeconómicos de la inflación hace prever su retorno al rango objetivo en el 2016 (agregados monetarios y crediticios, brecha del producto y expectativas de inflación).
- iii) En ausencia de medidas que procuren una solución al problema estructural de las finanzas públicas, la presión futura del financiamiento del déficit fiscal hace poco viable adoptar una meta de inflación en umbrales inferiores.
- iv) Una meta de inflación centrada en 4% es consecuente con la búsqueda de niveles bajos y estables.
- v) Ante desvíos de la inflación producto de factores transitorios y ajenos a la política monetaria, los bancos centrales con esquemas de metas de inflación no modifican su meta.

En cuanto a la estabilidad externa, el Banco Central procurará crear las condiciones necesarias para disminuir el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y para que la economía disponga del ahorro externo de mediano y largo plazo necesario para su financiamiento⁴⁰.

Las medidas de política monetaria y cambiaria consideradas en este ejercicio dan continuidad a las planteadas en el Programa Macroeconómico 2015-2016 aprobado en enero último. De ellas destacan las siguientes:

- i) Reducir la Tasa de política monetaria en 50 p.b., para ubicarla en 3,0% a partir del 31 de julio. Con ello esta tasa de referencia acumula una disminución de 225 p.b. en los primeros siete meses del año. El comportamiento de los determinantes macroeconómicos de la inflación y la ausencia de presiones externas alcistas sugirieron que la consecución del objetivo inflacionario no requería de tasas de interés en los niveles vigentes a inicios de año.
- ii) Mantener la tasa de encaje mínimo legal en 15% en ambas monedas. Cabe recordar que en julio del 2015 inició la aplicación de este requisito a las nuevas operaciones de endeudamiento externo de mediano y largo plazo del sistema financiero⁴¹; esta medida busca

⁴⁰ 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.

⁴¹ Artículo 9, del acta de la sesión 5686-2015, del 6 de mayo del 2015. La medida es de aplicación gradual, la tasa de encaje es de 5% el 1 de julio, de 10% el 1 de agosto y de 15% a partir del 1 de setiembre.

que las tasas de interés en moneda extranjera incorporen los riesgos asociados al uso de recursos externos en el proceso de intermediación financiera.

- iii) Gestionar la liquidez sistémica, mediante su participación en el MIL. Ello requiere del seguimiento continuo del mercado de dinero, en procura de identificar oportunidades para mejorar la transmisión de las tasas de interés.
- vi) Continuar con la gestión de deuda con el fin de evitar que su vencimiento se traduzca en excesos monetarios que comprometan el logro de los objetivos planteados. Dada la importancia relativa del Ministerio de Hacienda y del Banco Central como emisores de deuda pública, la coordinación entre ambos entes es necesaria; coordinación que no debe interpretarse como dominancia fiscal, toda vez que para el Banco Central priva el compromiso con el control de la inflación.
- iv) Seguir con la mejora en el control de la reserva de liquidez de cooperativas de ahorro y crédito y asociaciones solidaristas⁴².
- vii) Mantener el programa de compra de divisas autorizado en enero pasado, que busca mejorar la posición en reservas internacionales. El programa autorizado comprende hasta EUA\$800 millones para el lapso febrero 2015-diciembre 2016. Estas compras se realizarían atendiendo los costos (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) y beneficios (blindaje ante choques externos).
- viii) Gestionar las divisas para el sector público, según lo dispuesto por el Directorio en el artículo 10 de la sesión 5651-2014 e intervenir en el mercado cambiario con el fin de evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, sin que ello interrumpa la tendencia que dictan las variables que en el mediano plazo determinan este precio.

3.2. Proyecciones macroeconómicas 2015-2016

El Programa Macroeconómico 2015-2016 aprobado en enero contempló una variación del PIB real de 3,4% para 2015 y de 4,1% para 2016. No obstante, el presente ejercicio revisó a la baja esos pronósticos, principalmente por la contracción observada a la fecha de este informe en las actividades agropecuaria y de manufactura (régimenes especiales de comercio) en el 2015 y el menor impulso previsto para la construcción en ambos años. Los pronósticos señalan un crecimiento de la actividad económica de 2,8% en el 2015, mejorando el desempeño en el 2016 con una tasa de 4,0%⁴³, tasas inferiores al promedio de variación de los últimos cinco años (4,3%).

⁴² 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 MIL (mayor detalle en *Cambio en Regulaciones de Política Monetaria*).

⁴³ Toda proyección está sujeta a eventos probables que la desvíen del escenario central y en el contexto actual en el que todavía no se vislumbra una plena recuperación de la actividad económica mundial y nacional, la probabilidad de materialización de algunos riesgos podría implicar un aumento distinto del PIB al pronosticado originalmente.

En el bienio 2015-2016 la expansión de la producción estaría liderada por el gasto interno, en respuesta al mayor ingreso disponible (apoyado a su vez por la mejora en términos de intercambio). Para el 2016, la recuperación económica prevista supone la ausencia de los condicionantes internos de oferta que afectaron en 2015 las actividades agropecuaria y manufacturera, con lo que se prevé el repunte de las exportaciones, aunado al dinamismo de la demanda interna.

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

	2014	2015	2016
Producto Interno Bruto real	3,5	2,8	4,0
Agricultura, silvicultura y pesca	3,7	-2,7	2,9
Industria manufacturera	2,4	0,5	4,0
Construcción	3,1	4,5	1,4
Comercio, restaurantes y hoteles	3,7	3,6	3,8
Transp. almac. y comunic.	5,8	5,2	5,0
Intermed. Financiera y seguros	7,2	6,0	6,2
Otros servicios prestados a empresas	3,9	6,2	6,2
Resto */	1,7	2,7	3,1

*/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.

En ambos años el crecimiento económico sería impulsado por las industrias de servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones, que se estima crecerían 5,2% en 2015 y 5,0% en 2016⁴⁴; para el comercio, restaurantes y hoteles la tasa sería de 3,6% y 3,8%, respectivamente, en tanto que los servicios prestados a empresas lo harían a una tasa de 6,2%⁴⁵.

Se estima que la industria manufacturera crecería 0,5% y 4,0% en el 2015-2016 respectivamente. La tasa de variación en el 2015 estaría sustentada en la actividad productiva de empresas que dirigen su producción al mercado interno (particularmente productos plásticos y metálicos) dada la contracción prevista en la producción con destino externo (productos electrónicos y procesadores; productos de hierro y metal; y aceite de palma). Sin embargo, para el 2016 se proyecta una aceleración por el mejor pronóstico para la economía mundial y el impulso de la demanda interna.

La actividad de la construcción recuperaría en 2015 de 3,1% a 4,5%, debido al incremento en obras civiles destinadas a fines privados como vivienda y otras edificaciones comerciales y el avance previsto en la ejecución de obra pública, principalmente la construcción de la terminal de contenedores en el Puerto del Atlántico, y proyectos de infraestructura vial. No obstante, el

⁴⁴ Las actividades relacionadas con los servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones tendrían un comportamiento más dinámico que el promedio de la economía, debido al mayor impulso de los servicios de comunicaciones, en especial relacionados con telefonía celular e internet, aunado al mejor desempeño de las actividades de transporte de pasajeros por vía terrestre y los vinculados con el turismo receptor tales como los prestados por agencias de viajes, alquiler de autos y líneas aéreas. y en menor cuantía a los servicios asociados al comercio exterior de mercancías (servicios de transporte por carretera, agencias aduanales y muelles y puertos).

⁴⁵ El dinamismo de la demanda interna y el turismo receptor explicarían el aumento esperado del comercio, restaurantes y hoteles. Los servicios prestados a empresas serían más dinámicos con respecto al 2014 (3,9%), ante el mayor aumento de los servicios brindados por centros de llamadas y servicios informáticos, así como por las condiciones del mercado interno por la vía de mayores servicios de vigilancia y limpieza, jurídicos, ingeniería y arquitectura, y alquiler de maquinaria.

crecimiento de esta industria fue revisado a la baja, con respecto al pronóstico de enero de 2015 (7,0%), ante la reducción en la inversión prevista en obras de generación eléctrica y hospitalaria.

Para el 2016 la tasa de variación de esta última actividad sería menor (1,4%) por la cancelación de proyectos, en algunos casos, y la menor ejecución en otros, como los de generación eléctrica, así como la reprogramación de la construcción de la nueva refinería de petróleo que anteriormente se tenía prevista iniciar en el 2016; lo anterior compensado en parte por la continuación de las obras de mejoramiento del Puerto del Atlántico.

Para la actividad agropecuaria se prevé una contracción (2,7%) para el 2015, como consecuencia de los efectos que tuvo sobre los principales productos agrícolas de exportación el fenómeno ENOS, que afectó en mayor medida el cultivo de banano cuya disminución se estima alrededor de 10%. En el caso de la piña, diversos patrones atmosféricos afectaron el ritmo de floración natural de la planta y su tiempo de cosecha, por lo que para este año también se estima una reducción de 6,0%. Sin embargo, para el 2016 se prevé que la actividad crezca 2,9%, una vez que se disipen los efectos de las anomalías climáticas que afectaron la actividad en 2015, y mejor productividad por hectárea del cultivo de café, asociado al ingreso del período de cosecha de plantaciones que estaban en el programa de renovación cafetalera.

Por componentes del gasto, se estima que la demanda interna crecería 6,9% en el 2015 y 4,0% el siguiente año, liderado por el mayor aporte del consumo privado. Lo anterior, es congruente con la evolución esperada de las industrias que producen para el mercado interno.

En lo que respecta a las exportaciones, se prevé para el 2015 una caída de 9,0% debido a los problemas de oferta mencionados que afectan la manufactura y la agricultura. Se estima que la mayor contracción estaría concentrada en la primera parte del año con una reducción en las exportaciones de bienes de 15,1% (serie tendencia ciclo) y -9,3% en el segundo semestre.

Para el 2016 se estima un incremento de 6,1%, explicado tanto por la recuperación de la oferta exportable de productos agrícolas como por el impulso de las exportaciones relacionadas con implementos médicos (odontológicos y prótesis oculares). En el caso de las exportaciones de servicios se espera crecerían 5,6% y 4,7% en el 2015-2016 respectivamente, por el mayor ingreso esperado de turistas al país, además de la evolución favorable de las ventas de servicios de centros de llamadas y creación de programas informáticos.

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

	2014	2015	2016
DEMANDA = OFERTA	0,9	1,3	4,6
1 Demanda interna	2,4	6,9	4,0
a. Consumo privado	3,9	4,5	4,0
b. Consumo de gobierno	3,5	3,6	2,6
c. Inversión privada	6,3	7,0	6,4
d. Inversión pública	-2,2	6,9	-3,7
e. Variación de Inventarios (% PIB)	-2,0	-0,3	-0,3
2 Exportaciones	-1,7	-9,0	6,1
Bienes	-3,4	-13,3	6,5
Servicios	4,5	5,6	4,7
3 Importaciones	-4,0	-1,6	6,0
Bienes	-4,5	-2,3	6,0
Servicios	0,7	3,2	6,0
4 Producto Interno Bruto	3,5	2,8	4,0

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por su parte, las importaciones a precios constantes bajarían 1,6% en 2015, acordes con el menor crecimiento económico y similar a la evolución esperada de las exportaciones, supondría un repunte en 2016 (6%). Por destino económico la reducción en 2015 respondería a menores compras de insumos asociados a la industria electrónica, combustibles y bienes de capital, parcialmente atenuado por mayores compras para consumo final de los hogares.

Para los años 2015-2016 se proyecta una mejora en el ingreso nacional disponible de 5,8% y 3,9%, en ese orden. Específicamente, para el 2015 se prevé una mejora de los términos de intercambio asociada principalmente al resultado positivo en la relación de bienes (5,2%)⁴⁶ y en menor medida de los servicios (1,1%).

En el contexto de la evolución prevista de la actividad económica mundial y nacional, se estima que el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría en 4,0% y 4,1% del PIB en el 2015 y 2016 en ese orden.

Para el 2016, el pronóstico contempla un deterioro en el balance comercial de bienes y en la cuenta de renta y transferencias, que, como ha sido característico de los últimos años, sería compensado parcialmente por el incremento en el aporte neto positivo del balance de servicios. El deterioro en el componente de renta respondería, principalmente, al mayor pago de intereses y generación de utilidades.

Para el 2015 se prevé que la cotización de cóctel de hidrocarburos se ubique en EUA\$71,7 por barril y el volumen de barriles importados aumente 3,3%. Para el 2016 se espera un incremento en los precios y en la cantidad de barriles adquiridos de 11,5% y 3,9%, respectivamente.

En el 2016 el superávit de servicios aumentaría 8,4% con respecto al año previo y alcanzaría el equivalente a 10,7% del PIB. Los servicios con mejor desempeño serían los de informática e información y el turismo receptivo⁴⁷.

Cuadro 9. Balanza de Pagos ^{1/}
-millones de dólares y porcentaje del PIB-

	2014	2015	2016
Cuenta corriente	-2.368	-2.121	-2.300
Bienes	-6.025	-6.240	-6.815
Exportaciones FOB	11.139	9.705	10.490
Importaciones CIF	17.165	15.946	17.305
Hidrocarburos	2.106	1.469	1.701
Servicios	5.087	5.477	5.935
Viajes	2.404	2.532	2.737
Renta y transferencias	-1.430	-1.358	-1.420
Cuenta de capital y financiera	2.255	3.090	2.561
Sector público	1.054	1.291	697
Sector privado	1.201	1.798	1.864
Inversión Extranjera Directa	2.178	2.260	2.530
Activos de reserva	113	-968	-261
(-aumento, + disminución)			
Relaciones respecto a PIB			
Cuenta Corriente	-4,8%	-4,0%	-4,1%
Cuenta Comercial	-12,2%	-11,9%	-12,3%
Balance de Servicios	10,3%	10,4%	10,7%
Balance de Renta	-3,5%	-3,2%	-3,1%
Capital Privado	2,4%	3,4%	3,4%
Inversión Extranjera Directa	4,4%	4,3%	4,6%
Saldo de RIN	14,6%	15,6%	15,2%

^{1/} Datos estimados para 2015 y 2016.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁴⁶ La mejora en los términos de intercambio de bienes obedece al incremento de 0,5% en el precio de los bienes exportables relacionado con la mejora en la cotización internacional del café y por otra parte a la reducción de 4,9% en el precio de los bienes importados asociados a la reducción de 32,5% en el precio de los hidrocarburos

⁴⁷ Se estima que para el bienio 2015-16, las exportaciones netas de servicios de informática e información aumenten 8,9% y 8,6%, respectivamente, y el turismo receptivo mejore el aporte positivo en 6,7% y 8,3% en ese lapso.

Las previsiones sugieren que el déficit en la retribución a los factores productivos pertenecientes a no residentes sería de alrededor de 3,0% del PIB para cada uno de los años, lo cual como ha sido usual está asociado fundamentalmente a las utilidades por inversión extranjera directa y al pago de intereses por el uso del ahorro externo (préstamos e inversión de cartera). Adicionalmente, se estima que el valor neto de las transferencias corrientes disminuiría en el 2015 en 3,9%, producto de la caída en los ingresos ante la entrada en vigencia de regulaciones sobre el origen de los recursos⁴⁸. Para el 2016, el mejor desempeño de la economía estadounidense se supone contribuiría a retornar a un balance neto positivo (crecimiento de 2,3%).

La brecha en la cuenta corriente de la balanza de pagos para el 2015 y 2016 se estima sería financiada con flujos de capital de largo plazo, principalmente bajo la modalidad de inversión extranjera directa, en tanto en los flujos privados destacaría la repatriación de activos por parte de la banca comercial. El sector público continuaría con acceso al crédito del resto del mundo, tanto del Gobierno Central como del resto del sector público no financiero con un incremento de 22,5% en el 2015. Sin embargo, se prevé una reducción de 46,0% en los flujos financieros netos hacia el sector estatal en 2016, asociado a los menores desembolsos programados.

El resultado de las operaciones financieras y reales propiciaría un incremento en los activos de reservas por EUA\$968 millones y EUA\$261 millones en el 2015 y 2016 respectivamente, con lo cual el saldo de las RIN representaría 15,6% y 15,2% del PIB estimado para esos años.

En relación con las finanzas del Sector Público Global, se prevén déficit de 5,9% y 6,6% del PIB para el 2015-2016 y, en el caso particular del Gobierno Central de 5,9% y 6,4%, respectivamente.

Para el 2015 el Gobierno se financiaría, en parte, con los recursos provenientes de la última colocación de títulos en los mercados internacionales. 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, estrujamiento del crédito al sector privado, reducción de la rentabilidad de la inversión en capital físico y humano, incremento en la percepción del riesgo país, menores ingresos de capital por inversión extranjera directa, presiones alcistas en inflación, todo ello con efectos directos y negativos sobre el crecimiento económico, la generación de empleo y, en general sobre el bienestar de la sociedad costarricense.

Los agregados monetarios y crediticios, por su parte, crecerían en el 2015-2016 acorde con el comportamiento previsto para la actividad económica, el objetivo inflacionario y la continuidad del proceso de profundización financiera característico de economías en desarrollo. Las tasas de variación del componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) se estiman en torno a 12,5% anual. Este comportamiento hace prever que la disponibilidad de

⁴⁸ Por ejemplo, la Ley de Reforma Financiera Dodd-Frank (“Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”),

fondos prestables para el sector privado permita que el crédito crezca alrededor de 13,0% en el 2015 y de 9,3% un año después.

En cuanto a la composición del ahorro financiero y del crédito al sector privado por moneda, es de esperar que las medidas adoptadas por el Conassif y el Banco Central incentiven la preferencia por operaciones denominadas en colones. 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 del sistema financiero.

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.

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

Cuadro 10. Principales variables macroeconómicas

	2014	2015	2016
PIB (miles de mill de ₡)	26.675	28.257	30.342
Tasas de crecimiento (%)			
PIB real	3,5	2,8	4,0
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	4,2	5,8	3,9
Tasa de desempleo (%) ^{1/}	10,0		
Inflación (meta interanual)			
Medido con variación de IPC (%)	5,1	4% (±1 p.p.)	
Balanza de Pagos (% PIB)			
Cuenta corriente	-4,8	-4,0	-4,1
<i>Cuenta comercial</i>	-12,2	-11,9	-12,3
Cuenta de Capital y financiera	4,6	5,9	4,6
<i>Inversión Extranjera Directa</i>	4,4	4,3	4,6
Saldo RIN (% PIB)	14,6	15,6	15,2
Sector Público Global Reducido (% PIB) ^{2/}			
Resultado Financiero	-5,3	-5,9	-6,6
Gobierno Central	-5,7	-5,9	-6,4
Resto SPNF	1,1	0,8	0,5
BCCR	-0,7	-0,8	-0,7
Agregados monetarios y crediticios (variación %) ^{3/}			
Liquidez moneda nacional (M2)	12,9	9,1	10,5
Liquidez total (M3)	12,3	8,8	9,8
Riqueza financiera total	12,6	12,5	12,5
Crédito al sector privado	13,8	12,9	9,3
<i>Moneda nacional</i>	19,7	16,3	11,5
<i>Moneda extranjera</i>	6,4	8,0	6,0

1/ Según Encuesta Continua de Empleo, que realiza el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

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

En relación con las proyecciones de las principales variables macroeconómicas incluidas en esta revisión del Programa, existen eventos del ámbito externo e interno que, de materializarse, podrían desviar las proyecciones para lo que resta del bienio 2015-2016.

En el campo externo destacan:

A. Sobre el crecimiento económico global

- i) Un crecimiento mundial, en especial de los socios comerciales, menor al previsto en este ejercicio, repercutiría negativamente en la demanda externa costarricense.
- ii) En el caso de los países emergentes destaca el caso de China por su relevancia como fuente de demanda externa, lo cual hace prever efectos sobre otras economías en especial de América Latina, en el tanto no solamente podría afectar las exportaciones de bienes y servicios de esas economías sino también la percepción internacional de riesgo de la economía costarricense, ya que pertenecemos a la misma región y con algunos de estos países existen vínculos financieros (Colombia) e industriales (México).
- iii) La inflación en la zona del euro ha permanecido por debajo de la meta, situación que podría incidir en las expectativas de inflación a largo plazo. La eventual alza de las tasas de interés reales dificultaría la dinámica de recuperación de esa zona, que además podría complicarse por la crisis de Grecia.

B. Precio de las materias primas:

Si bien para los próximos dieciocho meses 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.

C. Agudización de la volatilidad en mercados financieros internacionales

Si el ajuste en la tasa de interés de referencia por parte del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos provoca una volatilidad excesiva en los mercados financieros internacionales, podrían llevar a salidas de capitales desde economías emergentes y a depreciaciones en las monedas de estas economías; estas condiciones podrían tener implicaciones sobre la economía costarricense.

Además, existe el riesgo que aún bajo un escenario de retorno ordenado de parte de los Estados Unidos a una política monetaria convencional, la velocidad de este retorno podría ser mayor que la óptima para economías de mercados emergentes, provocando una salida de capital más rápidas de lo previsto y posibles restricciones de acceso al financiamiento externo.

Por otra parte, la reducción en el tamaño de la hoja de balance de la entidad monetaria estadounidense podría afectar el precio de mercado de bonos utilizados como garantía por entidades financieras locales, aunado a que probablemente se les dificultaría el financiamiento en mercados internacionales (bonos o acciones). En estas condiciones disminuyen las posibilidades de enfrentar otros choques no esperados.

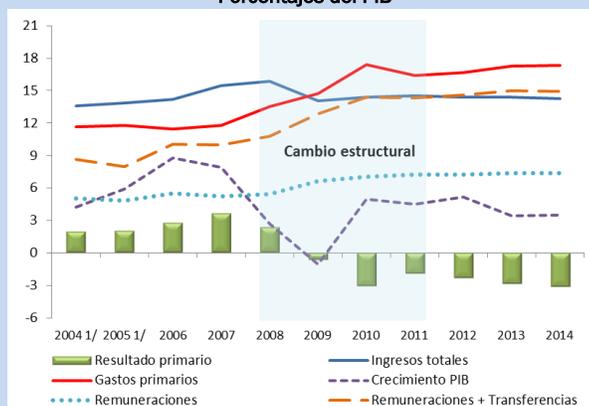
A nivel interno sobresalen los siguientes riesgos:

- A. Deterioro de las finanzas públicas mayor al previsto, cuyo financiamiento genere presiones sobre las tasas de interés locales (dominancia fiscal).
- B. Efectos adversos por choques de oferta relacionados con el fenómeno ENOS. 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, los costos de producción y la capacidad de crecimiento de la economía costarricense.

Recuadro 3. Dinámica de la deuda del Gobierno Central y ajuste requerido para estabilizarla

A partir del 2009 las finanzas del Gobierno Central registran de manera recurrente un resultado primario negativo (déficit). Este cambio estructural se originó, en mayor medida, en los incrementos de los rubros de remuneraciones⁴⁹ y transferencias corrientes aplicados entre el 2008 y el 2011. Esto provocó que, aun cuando a partir del 2010 la economía creció a tasas similares a las observadas en el lapso 2004-2005, el resultado primario fue negativo. Dado este cambio estructural, el balance primario no podrá equilibrarse sólo por la vía del crecimiento económico, sino que es imprescindible un ajuste fiscal para lograrlo: aumentar la carga tributaria (mejorar la recaudación) y contener los gastos (racionalización de “disparadores” automáticos). Como consecuencia de esta situación, la razón de deuda del Gobierno Central a PIB continúa creciendo y aumentaría casi 19 p.p. entre 2008 y 2015⁵⁰.

Gráfico 3.1
Cambio estructural en las finanzas del Gobierno Central
-Porcentajes del PIB-



⁴⁹ Asociado al “Plan Escudo” adoptado en el 2008 para mitigar los efectos de la crisis financiera internacional que llevó a la creación de empleos, equiparación de salarios en el sector público e incrementos en las pensiones del régimen no contributivo.

⁵⁰ Entre 2004 y 2008 dicha razón disminuyó 16 p.p. del PIB. Cabe indicar que, en el primer semestre del 2015 y contrario a lo observado en igual lapso del año pasado, el Gobierno financió su déficit y otras obligaciones mediante mayor colocación neta de deuda interna, en un contexto de reducción de tasas de interés y mayor disponibilidad de fondos en el sistema financiero.

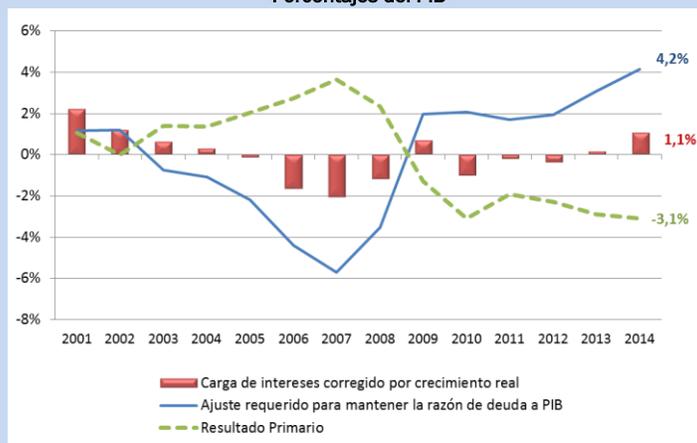
¹/Cambios en la Contabilidad Nacional explican menores remuneraciones del 2004-2005.

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

El déficit primario tiene dos efectos sobre la dinámica de la deuda. El primero es directo, en el tanto eleva el requerimiento de deuda para financiar dicho déficit y, el segundo efecto es indirecto, pues afecta el componente inercial de la dinámica de la deuda (depende de la diferencia entre la tasa de interés real y crecimiento económico, y el nivel de deuda del periodo anterior).

Del 2010 al 2012 la tasa de interés real fue menor al crecimiento de la economía reduciendo el ajuste requerido pero esta condición se revierte para el 2013-2014, producto del efecto (directo e indirecto) del déficit primario sobre el componente inercial, manifestado en niveles crecientes de la razón de deuda, que ubica la tasa de interés real por encima de la tasa de crecimiento de la economía.

Gráfico 3.2
Descomposición del ajuste requerido para estabilizar la razón de deuda
-Porcentajes del PIB-



Fuente: Estimación del Banco Central de Costa Rica.

Si la tasa de interés marginal a la que se financia el Gobierno recupera sus niveles históricos, el componente inercial comenzaría a crecer de forma exponencial, elevando cada vez más el ajuste requerido para estabilizar la razón de deuda a PIB. Por ejemplo, de haber entrado en vigencia el Proyecto de Ley Solidaridad Tributaria en el 2012 (con un rendimiento inicial de alrededor de 2 p.p. del PIB) habría sido posible estabilizar la razón de deuda desde entonces.

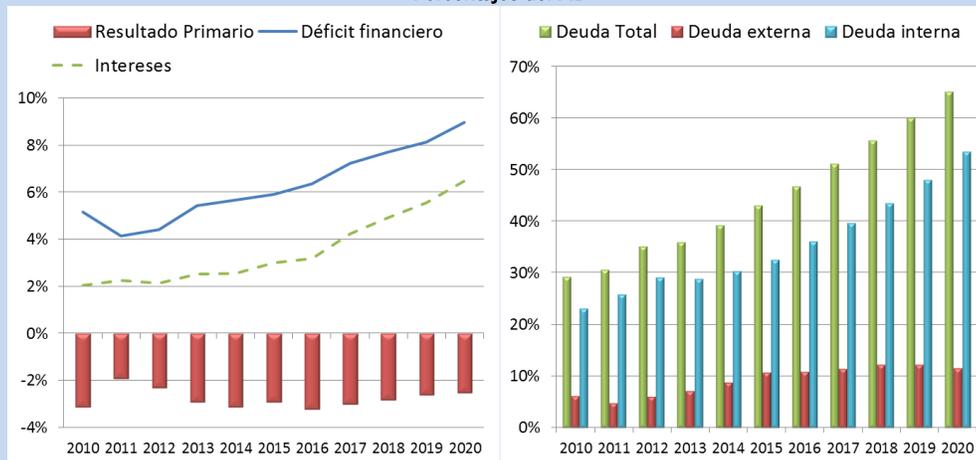
Dado lo anterior, se estima⁵¹ que la no aprobación de las reformas de ingresos y gastos requeridas para mejorar el resultado primario del Gobierno Central, elevaría sus obligaciones a niveles no sostenibles en el mediano plazo (gráfico 3.3), lo cual tendería a reflejarse en presiones alcistas sobre las tasas de interés internas, encareciendo el acceso al crédito, con incidencia directa en la inversión, el consumo y, por tanto, en el crecimiento económico del país. Al respecto es importante indicar que, según las estimaciones realizadas con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral, si la razón de deuda a PIB se hubiera estabilizado a partir del 2012, el crecimiento económico en los últimos tres años habría sido mayor en 0,5 p.p. (en promedio)⁵².

⁵¹ Proyecciones del escenario base de la situación financiera del Gobierno Central contemplado en la revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016.

⁵² Por otra parte, la evidencia empírica (Reinhart, Carmen M y Rogoff, Kenneth. 2009. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton, New Jersey: Princeton University Press), sugiere que las economías emergentes son intolerantes a niveles de deuda moderados, lo que las hace susceptibles a una parada súbita. En el caso de que el gobierno costarricense enfrentara una parada súbita en las fuentes de financiamiento, implicaría un recorte inmediato

Por su parte, la capacidad del Banco Central para cumplir con el principal objetivo que le asigna su Ley Orgánica (Ley 7558) de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda podría resultar afectada. En efecto, la presión al alza de las tasas de interés internas encarecería el servicio de la deuda del Banco Central y por ello el déficit cuasifiscal a crecería como proporción del PIB, alcanzando en el 2021 niveles similares a los observados durante la década de los ochenta. Esta situación hace prever que, de continuar el sendero de la deuda pública, en el mediano plazo el Banco Central deberá abandonar su objetivo de convergencia de la tasa de inflación local hacia la de los principales socios comerciales y replantear si el nivel de reservas internacionales netas requerido es sostenible.

Gráfico 3.3
Gobierno Central: déficit, intereses, resultado primario y razones deuda total, interna y externa sin ajuste fiscal ^{1/}
-Porcentajes del PIB-



^{1/}Proyección del escenario base sin reforma fiscal, contemplada en la revisión del Programa Macroeconómico 2015-2016.
Fuente: Estimación del Banco Central de Costa Rica.

Dado el elevado riesgo de caer en una situación de insostenibilidad de deuda pública, implícito en las proyecciones anteriores y, con el propósito de contribuir en la discusión nacional para mejorar el resultado primario del Gobierno Central, el BCCR analiza posibles escenarios con ajustes en ingresos⁵³ y gastos⁵⁴. No obstante, se estima que cada uno de estos escenarios, por separado, no alcanzaría a generar el ajuste requerido para estabilizar la deuda antes del 2018. Por tanto, sería necesario valorar un programa de ajuste que contemple tanto medidas para aumentar la carga tributaria y contener los gastos, que permitan generar el ajuste requerido al menor costo económico.

de sus gastos corrientes y de capital, que derivarían en una contracción real del producto de 1,25 p.p., según las estimaciones del Departamento de Estadística Macroeconómica, del Banco Central de Costa Rica.

⁵³ Supone que el ajuste fiscal provendría principalmente por la aprobación legislativa de los proyectos de ley para modificar los impuestos de ventas (Impuesto al Valor Agregado) y Renta.

⁵⁴ En caso de que el Congreso no apruebe el proyecto de ley para aumentar la carga tributaria del Gobierno Central, se simula un escenario que supone crecimiento real nulo de los gastos primarios (excepto las remuneraciones que siguen un patrón de pluses salariales) hasta el 2020, con el cual se generarían mejoras en el resultado primario equivalentes a las que se obtendrían con la reforma tributaria.

II. Con respecto a la Tasa de Política Monetaria y tasa de interés bruta de los depósitos a un día plazo, considerando que:

- A. El artículo 2 de la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica* establece como objetivos prioritarios de esta Entidad, el mantener la estabilidad interna y externa del colón y asegurar su conversión a otras monedas.
- B. El Título IV, numeral 2, literales D y E de las Regulaciones de Política Monetaria señalan que, en ese orden, corresponde a esta Junta Directiva determinar la Tasa de Política Monetaria y la tasa de interés de captación a un día plazo.
- C. La inflación, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor, se ha desacelerado desde diciembre último y, a partir de abril último, ha estado por debajo del límite inferior del rango meta establecida en el Programa Macroeconómico 2015-2016.
- D. Existe una alta probabilidad de que ese desvío continúe en buena parte del segundo semestre del 2015; sin embargo, dada la naturaleza de los factores que le dieron origen, es de esperar que ese efecto se diluya. Esos factores fueron la reducción en los precios internacionales de materias primas y de los servicios regulados, así como los excesos de oferta en algunos productos agrícolas.

Además, el comportamiento reciente de los precios de materias primas y metales en los mercados internacionales no permite descartar reducciones adicionales futuras en el precio local de bienes relacionados.

- E. Para los próximos trimestres, las estimaciones señalan holgura en la capacidad de producción y, por ende, la ausencia de presiones adicionales de demanda agregada sobre la inflación.
- F. Las expectativas de inflación a 12 meses continuaron el proceso de reducción y, desde abril pasado, su promedio se ubica dentro del rango meta de inflación.
- G. El comportamiento de los determinantes macroeconómicos de la inflación y la ausencia de presiones externas alcistas sobre los precios sugieren que existe espacio para reducir las tasas de interés, sin comprometer la consecución del objetivo inflacionario.

dispuso, por unanimidad y en firme:

- 1. Fijar la Tasa de Política Monetaria en 3,0% anual, a partir del 31 de julio del 2015.
- 2. Fijar la tasa de interés bruta de los depósitos a un día plazo (DON) en 1,52% anual, a partir del 31 de julio del 2015.

Atentamente,

 Documento suscrito mediante firma digital.

Jorge Luis Rivera Coto
Secretario General ad hoc