

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el inciso I, artículo 4, del acta de la sesión 5708-2015, celebrada el 30 de diciembre del 2015,

considerando que:

- A. El artículo 2 de la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica*, Ley 7558, establece como objetivos prioritarios de esta Entidad, mantener la estabilidad interna y externa del colón y asegurar su conversión a otras monedas.
- B. La inflación local, expresada en términos interanuales, inició un proceso de desaceleración desde diciembre del 2014, registrando incluso valores negativos en el segundo semestre del 2015. Según las estimaciones de esta Entidad, dado el comportamiento previsto de los determinantes de la inflación, existe una alta probabilidad de que ésta retorne a valores positivos en el bienio 2016-2017, pero que se mantenga en niveles bajos.
- C. Los determinantes de la inflación en el corto plazo señalan que hay holgura en la capacidad de producción y las expectativas inflacionarias muestran un comportamiento decreciente, que las ubicó, en promedio, en 3,7% en diciembre del 2015.
- D. Los agregados monetarios y crediticios, determinantes de la inflación en el largo plazo, han mostrado un comportamiento coherente con el retorno de la inflación a valores positivos y cercanos al 3% anual.
- E. Los organismos internacionales y agencias especializadas no prevén presiones alcistas en el precio internacional de las materias primas en los próximos trimestres, por lo que no se estiman choques de índole externo sobre la inflación. Si bien el Banco Central no ajusta su política monetaria ante choques de esta naturaleza, sí da seguimiento a la reacción de las expectativas inflacionarias por eventos de este tipo.
- F. Una inflación baja y estable facilita el cálculo económico requerido por los agentes en la toma de decisiones de ahorro e inversión, con efectos favorables sobre el crecimiento económico, la generación de empleo y la estabilidad de los macroprecios; 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 contribuyan con resultados coherentes con la estabilidad macroeconómica del país.
- G. La Junta Directiva del Banco Central estableció como meta de inflación para el bienio 2015-2016 un 4% con un rango de tolerancia (hacia arriba y hacia abajo) de un punto porcentual (p.p.). Sin embargo, las condiciones macroeconómicas vigentes y esperadas para los próximos trimestres señalan que existe espacio para adelantar la convergencia de ese rango meta hacia la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales, estimada en 3%.
- H. El Banco Central, por medio de sus acciones de política monetaria y la definición de su meta de inflación, influye sobre las perspectivas económicas del país, en particular sobre la inflación esperada, negociaciones salariales, ajustes de precios, tasas de interés locales, flujos financieros de ahorro e inversión y expectativas cambiarias.

- I. De acuerdo con lo dispuesto en los artículos 14 y 28 de la Ley 7558 la aprobación del Programa Macroeconómico compete a la Junta Directiva de esta Entidad.
- J. Desde el pasado 8 de noviembre la Junta Directiva quedó inhabilitada para sesionar, hasta tanto la Asamblea Legislativa ratifique al menos a uno de los directivos nombrados por el Consejo de Gobierno.
- K. Uno de los servicios públicos importantes que provee el Banco Central a la sociedad costarricense es la producción y divulgación oportuna de información económica y financiera, con base en la cual los agentes económicos toman sus decisiones de gasto, ahorro, inversión y financiamiento, entre otras.
- L. Es necesario para el orden público económico y para la estabilidad del sistema financiero nacional que los agentes económicos conozcan cuanto antes, por parte del Banco Central de Costa Rica, el cambio en la meta de inflación, con el fin de que esta información sea incorporada de forma inmediata en sus decisiones.
- M. En la actual coyuntura, dados los reconocidos beneficios de una inflación baja y estable al promover el crecimiento económico, generación de empleo y, en general, el bienestar de la población, no hacer de conocimiento público la reducción en la meta de inflación implica costos para la sociedad. En ese sentido es urgente tratar de evitar la toma de decisiones con información imprecisa e incompleta.
- N. La aprobación del Programa Macroeconómico 2016-2017, la realiza la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica actuando como *funcionario de hecho*, con fundamento en: i) lo establecido en el artículo 115 de la *Ley General de la Administración Pública*, Ley 6227, ii) en los criterios C-221-2005 y C-100-2011, de 17 de junio del 2005 y 3 de mayo del 2011, respectivamente, emitidos por la Procuraduría General de la República, y iii) la urgencia de tramitar dicha aprobación según lo apuntado en la parte considerativa de este acuerdo y señalado en el artículo 1 de esta acta.

dispuso, por unanimidad y en firme:

aprobar el Programa Macroeconómico del Banco Central de Costa Rica para el 2016-2017, de conformidad con el siguiente texto:

Junta Directiva
Presidente
Olivier Castro Pérez

Ministro de Hacienda
Helio Fallas Venegas

Directores
Jorge Alfaro Alfaro

PROGRAMA MACROECONÓMICO 2016-2017

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de Costa Rica presenta el Programa Macroeconómico 2016-2017¹ el cual contiene el análisis de la situación macroeconómica del país en el 2015 y los objetivos, medidas de política y proyecciones macroeconómicas para los próximos 24 meses².

Lo dispuesto en este Programa es consecuente con los principales objetivos asignados al Banco Central en el artículo 2 de su Ley Orgánica, de mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas. Particularmente, la estabilidad interna es interpretada como una inflación baja y estable y, según lo señalado en el Plan Estratégico y en diversas publicaciones de esta Entidad, ésta queda plasmada en niveles similares a la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales del país, estimada en 3,0%³.

La situación macroeconómica del país en el 2015 evolucionó en un contexto internacional caracterizado por: i) un crecimiento moderado pero desigual entre países y regiones; ii) menores flujos de comercio mundial, influidos por la desaceleración o contracción en algunos casos, de las economías emergentes; iii) baja inflación, que puso de manifiesto la tendencia decreciente de los precios internacionales de materias primas, entre ellos el petróleo; iv) políticas monetarias laxas y; v) mercados financieros con mayor volatilidad, en parte explicada por la incertidumbre sobre el momento en que el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos de América iniciaría el incremento en su tasa de interés de referencia, lo cual finalmente ocurrió a mediados del pasado mes de diciembre.

En el entorno local durante el 2015 destacó lo siguiente:

1. La inflación, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC), fue baja. Se estima que al finalizar el 2015 ésta se ubicaría entre -1,0% y -0,5%.

En ese año la inflación mostró un comportamiento decreciente, incluso con tasas interanuales negativas en el segundo semestre, que la desvió del rango meta de la programación

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.

El Programa Macroeconómico 2016-2017 fue aprobado por la Junta Directiva en el acta de la sesión 5708-2015 del 30 de diciembre del 2015.

² A más tardar el 31 de enero del 2016 el Banco Central publicará los resultados del proceso de actualización del año base de las cuentas nacionales. Con el nuevo nivel de PIB las relaciones expresadas en términos de esta variable podrían modificarse. Dado lo anterior, antes del 16 de febrero próximo se estará publicando un compendio estadístico de la programación macroeconómica que incorpore esta actualización y la mejor información disponible en ese momento.

³ Para mayor detalle consultar *“Inflación de socios comerciales como referencia para la meta de inflación en Costa Rica”*, DIE-22-2012.

macroeconómica. Esta característica respondió, en buena medida, a la reducción en los precios internacionales de las materias primas, de bienes y servicios regulados y de algunos productos agrícolas, pero no a una política monetaria restrictiva.

En efecto, en el 2015 la evolución de la inflación y, de manera prospectiva, de sus determinantes macroeconómicos, permitieron reducir la Tasa de política monetaria (TPM) y administrar con instrumentos de muy corto plazo los excesos de liquidez del sistema financiero nacional.

2. La economía costarricense creció 2,8%, con mayor dinamismo en el segundo semestre del año. Acorde con lo previsto el pasado mes de julio, el impulso provino de la demanda interna y según industrias por los servicios.

Por su parte, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue equivalente a 4,0% del PIB (4,7% en el 2014). Los flujos de ahorro externo de mediano y largo plazo, principalmente inversión extranjera directa (IED), permitieron financiar esa brecha y acumular activos de reserva por EUA\$645 millones; con ello el saldo de reservas internacionales netas alcanzó 14,9% del PIB (14,6% en 2014).

La mayor disponibilidad de divisas, en parte asociada con la mejora en los términos de intercambio, generó presiones a la apreciación de la moneda (en torno a 0,8%). En este contexto el Banco Central participó en el mercado cambiario con operaciones para el sector público no bancario, para mejorar el blindaje financiero del país y para moderar volatilidades excesivas en el tipo de cambio.

3. El déficit financiero del Sector Público Global Reducido (SPGR) se estima se situó en 5,6% del PIB en el 2015, superior en 0,3 puntos porcentuales (p.p.) al del año previo. En ello influyó mayoritariamente la brecha financiera del Gobierno Central, estimada en 5,9% del PIB y determinada, en buena medida, por el mayor gasto en intereses, toda vez que en términos del déficit primario hubo una mejora equivalente a 0,2 p.p. del PIB.

Este desempeño no toma por sorpresa al Banco Central. Ejercicios previos de programación macroeconómica han alertado acerca de los riesgos que, para la estabilidad del país, introduce la dinámica creciente de la deuda pública y que su solución demanda de un consenso entre los distintos actores de la sociedad costarricense.

4. Si bien los agregados monetarios y el crédito al sector privado crecieron en promedio a tasas ligeramente por debajo de lo previsto en la programación macroeconómica y de lo observado el año previo, el Banco Central llama la atención sobre el comportamiento de los siguientes indicadores:
 - i) El proceso de transmisión de la reducción en la TPM hacia el resto de tasas de interés del sistema financiero ha sido gradual y lento⁴.

⁴ En el 2015 la Junta Directiva disminuyó la TPM en ocho ocasiones, hasta acumular 350 puntos base (p.b.); es preciso aclarar que la última modificación (50 p.b.) rige a partir del 4 de enero del 2016. La tasa de interés en el Mercado

- ii) Desde agosto del 2014 el sistema financiero presenta excesos de liquidez que han estado contenidos en operaciones de muy corto plazo del Banco Central. Se reconoce la necesidad de trasladar gradualmente estos recursos a instrumentos de mayor plazo, con el fin de evitar presiones inflacionarias futuras.
- iii) Aun cuando los agentes económicos muestran preferencia por instrumentos de ahorro en colones, el proceso de dolarización continúa en los indicadores de crédito, tanto por mejores condiciones financieras contractuales como por la relativa estabilidad del tipo de cambio, lo cual resta efectividad a la política monetaria e introduce riesgos para la estabilidad del sistema financiero.
- iv) Los intermediarios financieros incrementaron su endeudamiento externo, lo cual podría introducir riesgos a la estabilidad del sistema financiero, ante una súbita interrupción de estas vías de financiamiento.

Con base en los desarrollos macroeconómicos recientes, que indican que si bien la inflación retornaría a terreno positivo presentaría tasas bajas y en la valoración costo-beneficio de adoptar esta medida, el Banco Central estableció la meta de inflación interanual para el bienio 2016-2017 en 3% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p. (mayor detalle en el recuadro 4).

Al respecto es necesario recordar que, la inflación de largo plazo de nuestros principales socios comerciales se estima en 3%, por lo que esta nueva meta significa adelantar, con respecto a lo dispuesto en el Programa Macroeconómico 2015-2016, la convergencia de la inflación local hacia la de los principales socios comerciales. Por tanto, el presente ejercicio de programación macroeconómica del Banco Central especifica su meta de inflación interanual en términos de un rango objetivo de largo plazo.

Una medida de esta naturaleza tiene ventajas para la sociedad costarricense. Una inflación baja y estable facilita el cálculo económico para la toma de decisiones de ahorro e inversión, con efectos favorables sobre el crecimiento económico; favorece la estabilidad de los macroprecios (tasas de interés, tipo de cambio y salarios); reduce la erosión del poder de compra, particularmente para aquellos grupos de bajos ingresos; además, crea un entorno apropiado para que otras áreas de la política económica generen resultados coherentes con la búsqueda de la estabilidad macroeconómica del país.

Son varios los elementos que hacen viable el cambio. Por un lado, la economía costarricense experimentó inflaciones menores o iguales a 4% en buena parte del lapso 2013-2015, en un entorno de relativa estabilidad macroeconómica. Por otro, prospectivamente los determinantes macroeconómicos de la inflación⁵ no señalan presiones al alza que le ubiquen fuera de este rango

Integrado de Liquidez (MIL) bajó rápidamente y en similar magnitud a la TPM, en tanto que la Tasa básica pasiva disminuyó 125 p.b. y la tasa activa promedio calculada con información de los intermediarios 148 p.b.

⁵ Las expectativas de inflación muestran un comportamiento decreciente y dentro del rango meta de inflación, existe holgura en la capacidad de producción y los indicadores monetarios y crediticios no propician, por el momento, presiones adicionales de demanda.

y, las estimaciones de agencias especializadas no prevén, para los próximos años, presiones inflacionarias por la vía de precios internacionales de materias primas.

En cuanto a la estabilidad externa, además de procurar la concordancia de los macroprecios, el Banco Central mantiene el compromiso de contribuir a generar condiciones propicias que fomenten la atracción del ahorro externo de mediano y largo plazo, necesario para el financiamiento sostenible de la brecha en cuenta corriente de la balanza de pagos.

El cumplimiento de estos objetivos requiere de las siguientes acciones:

- i) Dar seguimiento a las condiciones macroeconómicas que determinan el comportamiento de la inflación, con el fin de ajustar de manera oportuna la TPM. En simultánea a la aprobación de este Programa Macroeconómico, se dispuso reducir la TPM en 50 p.b., para ubicarla en 1,75% a partir del 4 de enero del 2016.
- ii) Controlar la liquidez sistémica y participar de manera activa en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), procurando mejorar la transmisión de cambios en la TPM hacia el resto de tasas de interés en el mercado financiero.
- iii) Mantener la tasa de encaje mínimo legal en 15%, aplicable para operaciones en colones y en moneda extranjera.
- iv) Continuar con una gestión activa de la deuda. Al respecto debe recordarse que dada la importancia relativa del Ministerio de Hacienda y del Banco Central como emisores de deuda pública, la coordinación entre ambos entes es necesaria, lo cual no debe interpretarse como dominancia fiscal, toda vez que para el Banco Central priva el compromiso de control de la inflación.
- v) Procurar un blindaje financiero acorde con los requerimientos de la economía, que le permita atender exigencias de pago ante choques externos. Para ello se procurará, por ejemplo, aumentar el aporte de capital en organismos como el Fondo Latinoamericano de Reservas y aplicar un programa adicional de compra de divisas de hasta EUA\$1.000 millones para el lapso enero 2016-diciembre 2017. Estas medidas se realizarían atendiendo los costos (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) y beneficios (blindaje financiero).
- vi) Participar como agente del sector público no bancario, según lo dispuesto por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica 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 de mediano plazo, en función de las variables fundamentales que determinan dicho macroprecio.
- vii) Continuar con medidas tendientes a mejorar el canal de transmisión de su política monetaria y la eficiencia del sistema financiero costarricense, específicamente, que favorezcan avanzar con la desdolarización financiera, agilizar su función de prestamista de última instancia y mejorar el proceso de formación de los macroprecios.

Dados los objetivos e instrumentos a disposición del Banco Central, las previsiones macroeconómicas para el bienio 2016-2017 en resumen contemplan lo siguiente:

- i) Continúa el proceso de recuperación económica mundial, con comportamientos asimétricos entre regiones y países.
- ii) Prevalecen condiciones de liquidez internacional excedente. Si bien a mediados de diciembre inició el proceso de aumento en la tasa de interés de referencia del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, su política monetaria continúa laxa, al igual que sucede con otros bancos centrales de importancia sistémica (Banco Central Europeo, Banco Central de la República de China y Banco de Japón)⁶.
- iii) A nivel local, la economía crecería 4,2% en el 2016 y 4,5% un año después. Estas condiciones llevan asociada una brecha en cuenta corriente de la balanza de pagos en torno a 4,1% del PIB en ambos años, que estaría financiada con ahorro externo de mediano y largo plazo.
- iv) Se prevé un déficit financiero del Gobierno Central de 6,2% y 7,0% del PIB en el 2016 y 2017, en ese orden. Pese a la urgencia de una solución estructural al problema fiscal y de que existen proyectos de ley en esta materia en estudio en la Asamblea Legislativa, el presente ejercicio no contempla los efectos de su eventual aprobación. En el momento en que eso ocurra el Banco Central evaluará la procedencia de modificar su programación macroeconómica.
- v) El ahorro financiero y el crédito al sector privado evolucionarían de manera congruente con la meta de inflación, el nivel de actividad económica y el incremento gradual en el grado de profundización financiera.

El ahorro financiero crecería 13,5% y 11,5% en el período proyectado. Estos recursos permitirían atender el mayor requerimiento del sector público y un crédito al sector privado que estaría creciendo 9,1% y 7,7% en el 2016 y 2017, en ese orden.

El Banco Central es consciente de que existen riesgos que, de materializarse, afectarían las proyecciones macroeconómicas y comprometerían el logro de la meta inflacionaria. En particular, la ausencia de medidas de ajuste fiscal, una incidencia negativa del fenómeno El Niño Oscilación Sur (ENOS) superior a lo supuesto sobre la producción e infraestructura, choques externos por incrementos no previstos en precios de materias primas o una reacción no ordenada en los mercados financieros ante el aumento en las tasas de interés en Estados Unidos.

Esta Entidad aplicará las medidas requeridas ante cambios sustantivos en el entorno macroeconómico, que obstaculicen el logro de sus objetivos. Además, mantendrá los esfuerzos de comunicación, en procura de mejorar el entendimiento de sus acciones y facilitar el proceso de formación de expectativas de los agentes económicos.

⁶ El Sistema de la Reserva Federal aumentó el rango de la tasa de interés de los fondos federales (0,25%-0,50%) y señaló que el ritmo de incrementos será “gradual” y dependerá de la evolución del empleo y la inflación. Por otra parte, la baja inflación y la apreciación del euro llevaron al Banco Central Europeo a ampliar, a inicios de diciembre, el estímulo monetario, con una reducción de 10 p.b. en su tasa de depósitos (hasta -0,3%) y la extensión del programa de compra de activos hasta marzo de 2017, entre otros.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN EL 2015

2.1. Economía internacional

En el 2015 la actividad económica mundial perdió dinamismo, ante el moderado crecimiento de las economías avanzadas⁷ y la desaceleración de las emergentes y en vías de desarrollo. Esta situación quedó de manifiesto en menores flujos de comercio internacional.

Precisamente, la desaceleración de la demanda externa, aunada a condiciones favorables de oferta, incentivó la tendencia decreciente en el precio internacional de materias primas (energía, metales y granos básicos) y se manifestó, en general, en una baja inflación mundial.

No obstante, como era previsible, la reducción en los precios internacionales de materias primas afectó negativamente a economías productoras de estos bienes, entre ellas algunas latinoamericanas, donde las fuerzas del mercado provocaron depreciaciones de sus monedas, a pesar de los esfuerzos, en algunos casos, por moderar el choque cambiario e inflacionario.

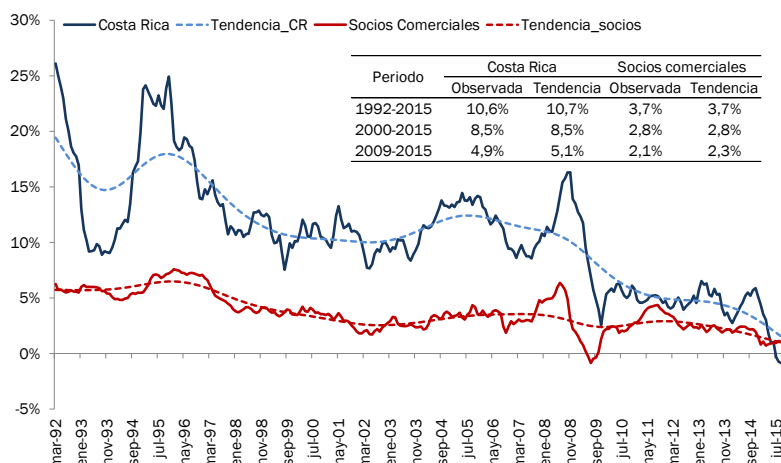
En ese contexto, para el 2015 los organismos internacionales prevén un crecimiento negativo en América Latina, en buena medida afectado por el desempeño de Brasil. Las monedas de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México se debilitaron⁸ y estas economías registraron inflaciones entre 2,2% y 10,5% (con información a noviembre pasado), lo que explica las medidas de política monetaria restrictiva aplicadas por sus bancos centrales.

Cuadro 1. Producto Interno Bruto mundial
- variación porcentual -

	Fondo Monetario Internacional		Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)	Consensus Forecasts
	2014	2015	2015	2015
Mundo	3,4	3,1	2,9	2,6
Economías avanzadas	1,8	2,0	n.d	n.d
Estados Unidos	2,4	2,6	2,4	2,5
Zona del euro	0,9	1,5	1,5	1,5
Alemania	1,6	1,5	1,5	1,7
Francia	0,2	1,2	1,1	1,1
Japón	-0,1	0,6	0,6	0,6
Países emergentes y en vías de desarrollo	4,6	4,0	n.d	n.d
China	7,3	6,8	6,8	n.d
América Latina y Caribe	1,3	-0,3	-0,7	-1,0
Brasil	0,1	-3,0	-3,1	-3,5

Fuente: Fondo Monetario Internacional (oct-15), Consensus Forecasts (dic-15) y OCDE (nov-15).

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



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

⁷ La recuperación de su demanda interna limitó el efecto de la desaceleración económica en países emergentes.

⁸ En ese orden, la depreciación en el 2015 alcanzó 33,4%, 25,2%, 12,6%, 14,4% y 14,9%.

Por el contrario, las economías centroamericanas y República Dominicana, importadoras de estas materias primas, experimentaron un choque favorable de términos de intercambio, manifiesto en bajas presiones inflacionarias y en un crecimiento económico en torno a 4%, según el análisis de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano⁹.

La inflación interanual promedio de los principales socios comerciales de Costa Rica fue de 1,0% de enero a octubre del 2015 (2,2% en igual período del año previo). La diferencia con respecto al promedio de la inflación local (1,2% en ese lapso) fue de 0,2 p.p.; no obstante, con respecto a la inflación de largo plazo de esos socios comerciales la brecha fue negativa en 1,8 p.p.

Por último, los mercados financieros internacionales mostraron mayor volatilidad, consecuencia del incremento en el grado de aversión al riesgo global ante la incertidumbre acerca del momento en que la Reserva Federal de Estados Unidos incrementaría su tasa de interés de referencia y las vulnerabilidades de economías emergentes, en especial de China y Brasil¹⁰.

2.2. Economía nacional

2.2.1. Inflación

La inflación general, medida por la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC), mantuvo un comportamiento descendente desde diciembre del 2014 y registró variaciones negativas a partir de julio del 2015¹¹. Para el término del 2015 se estima se ubicaría entre -0,5% y -1,0%.

Lo anterior no reflejó una postura de política monetaria restrictiva, sino la reducción en el precio internacional de materias primas, en particular del petróleo y sus derivados (efecto a la baja directo sobre combustibles locales e indirecto sobre otros costos), así como la disminución en el precio de servicios regulados (en especial de agua y electricidad) y de algunos bienes de origen agrícola.

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

	2014	2015	Ponderación Jun-15
IPC	5,9	-1,2	
Regulados	9,2	-9,4	16
Combustibles	7,5	-25,6	
Resto	9,7	-4,4	
No Regulados	5,0	0,9	84
Bienes	5,0	-3,2	53
Servicios	6,8	0,8	47

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

En este lapso el Banco Central redujo la TPM y contuvo los excesos de liquidez en instrumentos de muy corto plazo.

⁹ Informe Ejecutivo Mensual, noviembre 2015.

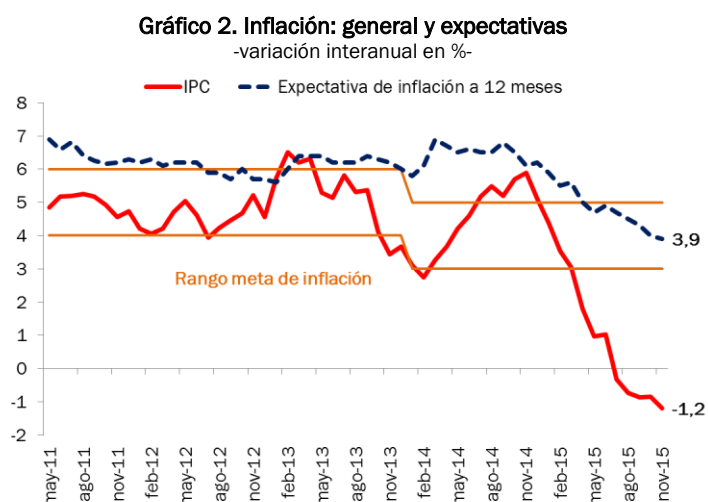
¹⁰ Incidió el temor de una desaceleración mayor a la prevista para la economía china, luego de la depreciación de su moneda y la caída de sus índices bursátiles, efecto atenuado por medidas de estímulo monetario. En América Latina las principales monedas se depreciaron y las primas de riesgo aumentaron, ante el deterioro en los términos de intercambio y la situación fiscal y política en Brasil.

¹¹ Debe acotarse que no se está ante un proceso deflacionario, que requiere que la caída en el nivel general de precios:

- i) Se origine en una recesión económica (caída del PIB en al menos dos trimestres consecutivos).
- ii) Sea persistente y generalizada. En este lapso el 53% de los precios de bienes y servicios no mostró reducciones.

Además, la mejora en los términos de intercambio asociada a la reducción en los precios internacionales de las materias primas incrementó la disponibilidad de divisas en el mercado cambiario costarricense, lo cual contribuyó a la relativa estabilidad en el tipo de cambio. Así, no hubo presiones inflacionarias adicionales por efecto traspaso de la variación en el tipo de cambio¹².

Aun cuando en los próximos meses se disipe el efecto que sobre la inflación han tenido factores ajenos al control monetario, de manera prospectiva, los determinantes macroeconómicos de largo plazo de la inflación (agregados monetarios y crediticios), así como los de corto plazo (expectativas inflacionarias y brecha del producto¹³) evolucionan de manera coherente con una inflación que en los próximos trimestres se ubicaría en valores positivos, bajos y convergiendo hacia el rango meta definido en este Programa.



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

Recuadro 1. Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación en Costa Rica son medidas con una encuesta mensual que inició en enero del 2006, con base en la cual se calcula la expectativa promedio de inflación para los próximos 12 meses. La muestra incluye 119 informantes: académicos de escuelas de economía, consultores económicos, analistas bursátiles y empresarios (este último segmento representa dos terceras partes de la muestra).

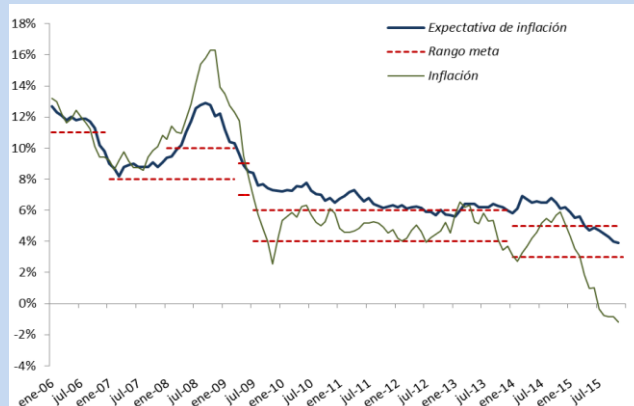
Desde el inicio de su medición esta variable muestra persistencia en el tiempo. Al formular su expectativa los consultados toman en consideración principalmente la inflación observada de al menos los últimos 6 trimestres, en tanto otros indicadores macroeconómicos no son estadísticamente significativos¹⁴.

¹² Bajo el esquema cambiario de flotación administrada se estima que, cada 1% de aumento en el tipo de cambio nominal incrementa la inflación en 0,25 p.p. transcurridos 18 meses.

¹³ La brecha del producto es la diferencia entre el nivel del producto efectivo y el potencial, expresada como porcentaje de este último, donde el producto potencial es el nivel máximo que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, sin generar presiones inflacionarias.

¹⁴ Ver Alfaro, A. y Monge, C. (2013). Expectativas de inflación en Costa Rica. Documento de Investigación DEC-DIE-DI-01-2013, Departamento de Investigación Económica, BCCR.

Gráfico 1.1 Inflación, expectativas y meta del BCCR
-variación % interanual-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Si bien, durante el lapso 2010-2015¹⁵ la inflación se mantuvo dentro del rango meta en el 66% de los meses, las expectativas estuvieron por encima de ese rango el 76% del tiempo y reaccionaron rápido al alza ante un incremento en la inflación, lo que ha retrasado la convergencia a ese rango meta.

Cabe indicar que cuando ha habido desvíos temporales con respecto a ese rango, el Banco Central ha informado los determinantes de esos desvíos en conferencias de prensa, comunicados de prensa e informes escritos. En algunos casos éstos se originaron en variaciones extraordinarias en precios de bienes agrícolas por condiciones climáticas (choques de oferta), ajustes de tarifas de algunos servicios regulados aplicados con rezago (ajustes postergados) o bien, como ocurrió a finales del 2014, al efecto traspaso de la depreciación del colón de inicios de ese año. En todos estos casos, el Banco explicó que, a pesar de las condiciones descritas para cada uno de los episodios, no se observaron desequilibrios monetarios que propiciaran presiones adicionales de demanda agregada.

De igual forma, recientemente la inflación registró tasas interanuales negativas (segundo semestre del 2015) y el Banco Central indicó que ese comportamiento no obedece a una postura restrictiva de la política monetaria sino a choques ajenos a esa política, como la caída en precios internacionales de materias primas, en especial combustibles, de algunos servicios regulados (agua y electricidad) y de ciertos productos de origen agrícola.

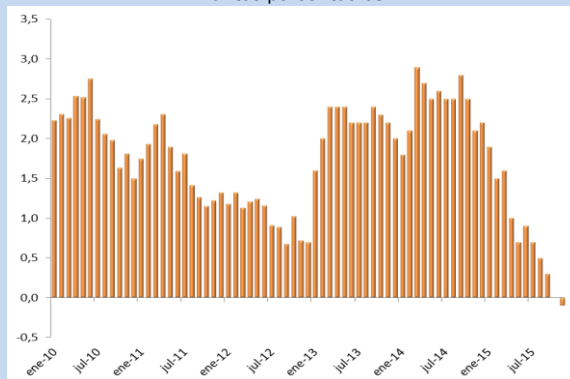
Así, a pesar de que en los 12 meses terminados en noviembre del 2015 la inflación interanual bajó en 6,3 p.p. las expectativas disminuyeron 2,3 p.p., denotando el lento proceso de convergencia al rango meta. Una diferencia entre estas variables de magnitud similar se observó en el período de desinflación de mediados del 2009.

El gráfico 1.2 muestra la diferencia entre la expectativa promedio de inflación a 12 meses y la meta de inflación anunciada para ese lapso¹⁶; esta última da información sobre el objetivo del Banco Central y está disponible al momento en que el encuestado responde. Un valor de cero indica que el encuestado cree que la inflación será igual al valor central de la meta. Los datos a partir del 2010 muestran que los agentes creen que la inflación estará, en promedio, 1,5 p.p. por encima del valor central de la meta.

¹⁵ Información disponible hasta noviembre del 2015.

¹⁶ La variable utilizada para construir esta serie es la meta anunciada para los próximos 12 meses. La temporalidad de esta variable coincide con la de las expectativas y permite medir la credibilidad del público en el Banco Central.

Gráfico 1.2. Diferencia entre expectativas y meta de inflación
-Puntos porcentuales -



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El comportamiento reciente de las expectativas de inflación en Costa Rica señala una mejora progresiva en la credibilidad de los agentes en el compromiso del BCCR con una inflación baja y estable. En razón de lo anterior, el Banco continuará sus esfuerzos para mejorar la comunicación con la sociedad costarricense, promover el adecuado entendimiento de sus acciones y facilitar el proceso de formación de expectativas de los agentes económicos. Consolidar la convergencia de las expectativas al rango meta de inflación permitirá lograr y mantener en el largo plazo una inflación estable y cercana a la de nuestros principales socios comerciales.

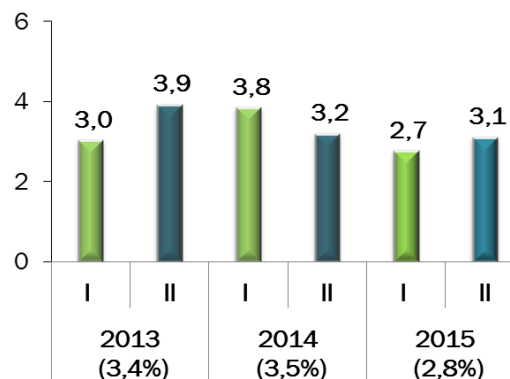
2.2.2. Actividad económica

La actividad económica del país, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), se estima que en el 2015 creció 2,8% en términos reales.

Mientras en la primera mitad del año el producto aumentó 2,7%, la menor tasa de los últimos cuatro años, para el segundo semestre¹⁷ la tasa media fue 3,1%. Esta aceleración estaría explicada por el incremento en la producción tanto para el mercado interno como externo (manufactura de empresas de zona franca y servicios empresariales).

Por el lado de la oferta, este año el aumento en la producción fue explicado por las industrias de transporte, almacenamiento y comunicaciones; comercio, restaurantes y hoteles; servicios empresariales¹⁸ y financieros¹⁹. Lo anterior compensó,

Gráfico 3. Producto Interno Bruto Real^{14/}
-variación % interanual (tendencia ciclo)-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

¹⁷ En este semestre el impulso provino de los servicios de intermediación financiera y seguros; comercio, restaurantes y hoteles y la manufactura.

¹⁸ Crecieron 8,1% (3,9% en 2014), principalmente los relacionados con centros de llamadas, programas informáticos, animación digital, jurídicos, alquiler de maquinaria y diseño e ingeniería, estos últimos impulsados por la construcción.

¹⁹ Aumentaron 7,7% (7,2% en 2014).

en parte, el choque de oferta negativo que sobre la actividad agropecuaria tuvo el fenómeno ENOS que provocó caídas de 2% y 2,6% en el primer y segundo semestre, respectivamente.

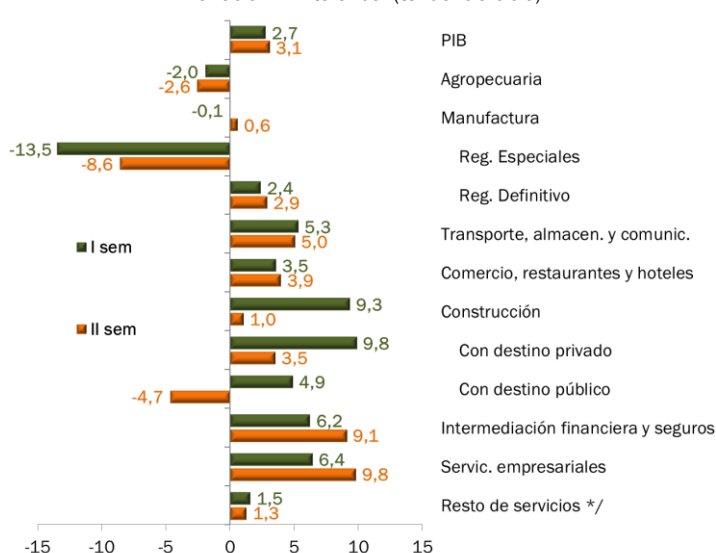
La industria de la construcción continuó el proceso de recuperación iniciado a finales del 2014, con una tasa anual de 4,5% (3,1% el año previo); no obstante entre semestres el comportamiento fue diferenciado.

El primer semestre mostró mayor crecimiento (9,3%), por el dinamismo en edificaciones comerciales e industriales, el inicio de la primera etapa de construcción de la Terminal de Contenedores de Moín y la ejecución de proyectos de generación eléctrica e infraestructura vial. En la segunda mitad del año la construcción aumentó 1%, dado que algunos proyectos privados dedicados a edificios de oficinas y comercio así como proyectos públicos de energía entraron en su etapa final.

Si bien la actividad manufacturera no creció²⁰ en el 2015 (2,4% en 2014), debe tenerse en cuenta el efecto que generó el traslado de operaciones de manufactura de productos de alta tecnología ocurrido en el 2014, el cual fue atenuado por el crecimiento en el resto de empresas de zona franca y de las relacionadas con la industria de la construcción²¹.

La actividad agropecuaria cayó 4,1% en el 2015, mientras un año atrás creció 3,7%. Este resultado estuvo influido por el impacto negativo del fenómeno ENOS sobre los cultivos de piña y banano²² y la menor producción de flores y follajes²³. Cabe señalar que hacia finales del año la actividad cafetalera repuntó²⁴ debido al inicio de la etapa de cosecha de las plantaciones del Programa Nacional de

Gráfico 4. Valor Agregado por industrias 2015
-variación % interanual (tendencia ciclo)



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

²⁰ El desempeño de las empresas de los regímenes especiales (-1,6%) fue compensado por la mayor actividad productiva de las empresas adscritas al régimen definitivo (1,4%).

²¹ En el primero de los casos destacó la producción de equipo e implementos médicos para el mercado externo y, en el segundo, los productos plásticos y metálicos.

²² Las variaciones en piña y banano (-8,5% y -8,0%, en ese orden) reflejaron una menor inducción del ritmo de floración natural de la piña, que retrasó su cosecha y afectó la productividad por hectárea, en tanto que el exceso de lluvias en la Vertiente del Caribe redujo el rendimiento por hectárea del cultivo de banano.

²³ Su producción creció 0,4%, ante el cierre de operaciones de empresas productoras, la decisión de la Unión Europea de restringir el ingreso de plantas ornamentales procedentes de Costa Rica ante el eventual brote de la bacteria *Xylella fastidiosa* que ataca viñedos y olivos.

²⁴ En el primer semestre el cultivo de café disminuyó 1,5% y en el segundo aumentó 3,8%.

Renovación Cafetalera y la menor incidencia del hongo de la Roya, dado el programa de control de plantaciones.

Por componentes del gasto destacó el impulso de la demanda interna, que creció 7,3% (2,4% en 2014) toda vez que la demanda externa disminuyó 8,6% (-1,7% en 2014).

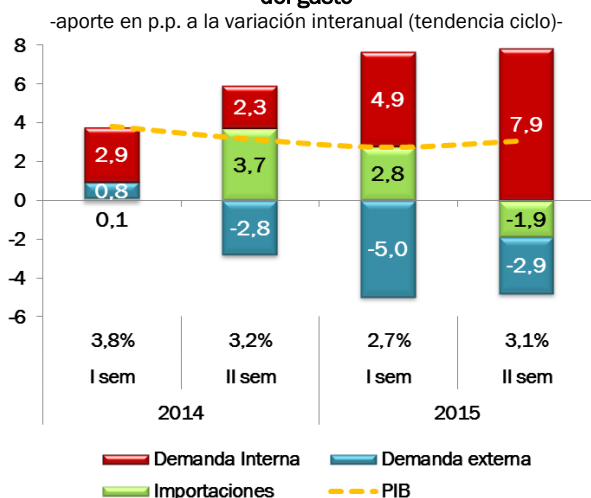
El crecimiento de la demanda interna estuvo liderado por el gasto en consumo privado (4,6%), coherente con el comportamiento del ingreso disponible real (6,2%) y condiciones financieras que propiciaron la expansión del crédito.

En orden de importancia destacó el consumo de bienes duraderos y semiduraderos de origen importado²⁵, servicios de transporte (autobús y taxis), telecomunicaciones, de diversión y esparcimiento, así como de servicios privados de educación y salud, inmobiliarios y financieros.

Por su parte, la formación bruta de capital fijo creció 8,8% (4,5% en el 2014), ante la mayor inversión en equipo para transporte y de maquinaria industrial, 8,8% (5,1% en el 2014). La inversión en nuevas construcciones se aceleró, especialmente por el aumento de 6,5% en obras públicas (-3,5% el año previo), consecuencia, entre otros, del inicio de la construcción de la Terminal de Contenedores de Moín, proyectos de mejora y abastecimiento de acueductos para la distribución de agua potable y el alcantarillado sanitario y obras de infraestructura vial; en tanto la inversión privada en nuevas construcciones creció 7,6% (7,1% en el 2014).

El gasto de consumo final del gobierno general aumentó 3,2% en términos reales (3,5% en 2014), explicado por la mayor compra de bienes y servicios (6,2%) y la creación de nuevas plazas (1,3%), en educación, salud y administración pública.

Gráfico 5. Contribución al crecimiento según componentes del gasto

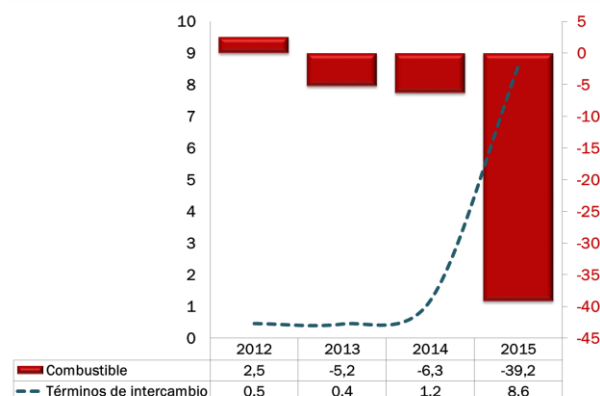


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

²⁵ Vehículos particulares, electrodomésticos, muebles para el hogar y prendas de vestir.

La demanda externa por bienes y servicios decreció 8,6% en el 2015. El valor de las exportaciones de bienes bajó 13,3%²⁶ debido, principalmente, a menores ventas de empresas de regímenes especiales (productos electrónicos y procesadores), la menor oferta exportable de banano y piña y la restricción de acceso al mercado europeo para la exportación de plantas ornamentales. La reducción señalada fue atenuada por el buen desempeño en las ventas de productos relacionados con equipo e implementos médicos, equipo de irradiación y terapéutico.

Gráfico 6. Términos de intercambio y precio de los combustibles
-variación % interanual-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por su parte, las exportaciones de servicios aumentaron 7,2% en el 2015 (4,5% en 2014), principalmente de aquellos vinculados a centros de llamadas e informática y en menor medida por la afluencia de turistas del exterior.

Con respecto a las importaciones de bienes y servicios, éstas cayeron en términos reales 0,5% (-4,0% en 2014). Por destino económico, la reducción en bienes evidenció menores compras de insumos para la industria eléctrica y electrónica y la menor cantidad de barriles de hidrocarburos, en parte, debido a la sustitución de combustibles fósiles por energía limpia. Este efecto fue atenuado por las mayores compras de productos alimenticios e insumos para la industria plástica y materiales de construcción. Las importaciones de servicios crecieron 10,6%, en especial por servicios de transporte y viajes de residentes.

Por su parte, el ingreso nacional disponible aumentó en el 2015 6,2%, superior en 2 p.p. en relación con el 2014, consecuente con la ganancia por términos de intercambio y el crecimiento de la producción.

El 2015 presentó una mejora de 8,6% en los términos de intercambio, asociada básicamente al resultado positivo en la relación de bienes (5,7%). Particularmente, el precio de los bienes importados bajó 7,4%, influido en buena medida por la caída de 39,2% en el precio de hidrocarburos (6,3% un año atrás); este efecto fue parcialmente compensado por la disminución en el precio de los bienes exportables (2,1%), principalmente manufacturados.

²⁶ El valor de las exportaciones de bienes bajó 13,6% en el primer semestre y 10,4% en el segundo. Estados Unidos continúa como principal comprador. El mercado asiático perdió importancia relativa (coherente con la venta de productos electrónicos y procesadores) y las exportaciones a Centroamérica y Panamá mejoraron (textiles, hierro y acero).

2.2.3. Empleo

Al tercer trimestre del 2015 la tasa neta de participación fue 61%, lo que significó una caída en la participación laboral de 1,7 p.p. en relación con el mismo período del año anterior. Ello fue producto de la reducción en la población económicamente activa (PEA), tanto en cantidad de personas desocupadas como ocupadas; en consecuencia, la cantidad de personas inactivas aumentó.

De la reducción en la PEA, la mayoría corresponde a personas desocupadas. Esta disminución en la oferta de trabajo superó la disminución en la tasa de ocupación y explicó la menor tasa de desempleo, que alcanzó 9,2% (10% en III-2014 y 9,5% en II-2015).

La ocupación registró una reducción interanual de 0,1% (2,7 mil personas), concentrada en las actividades de comercio y actividades profesionales, científicas, técnicas y servicios administrativos de apoyo, efecto parcialmente compensado por una mayor ocupación en la industria de manufactura. En este lapso la cantidad de horas trabajadas aumentó 4,2% en relación con igual período del 2014.

Cuadro 3. Indicadores de empleo

	Población en edad de trabajar (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
II 2015	3.709.802	2.305.296	62,1	2.087.363	217.933	9,5
III 2015	3.724.327	2.273.317	61,0	2.063.117	210.200	9,2

1/ Cantidad de personas.

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

Recuadro 2. La dinámica del desempleo en Costa Rica

Con base en la Encuesta Continua de Empleo (ECE), la tasa de desempleo en Costa Rica se ha mantenido alta en los últimos años (9,7% en promedio entre el III trim-2010 y el III trim-2015), lo que puede asociarse con la falta de correspondencia entre la oferta y la demanda de trabajo ante el cambio estructural en la economía, tanto a nivel de ramas de actividad como de sector institucional. Además, podría incidir la falta de movilidad geográfica (falta de correspondencia entre zonas que ofrecen y demandan empleo) y la falta de correspondencia entre oferentes y demandantes en cuanto a posiciones, salarios, nivel educativo, edad y especialización^{27 28}.

Entender por qué el desempleo se resiste a disminuir requiere analizar los flujos de entrada y salida al desempleo. Las personas que ingresan al desempleo son: i) los que en el periodo previo eran ocupados y, ii) los que siendo inactivos, se incorporaron a la búsqueda de empleo sin encontrarlo. En el primer grupo existen dos motivos: despidos (temporales o permanentes) y renunciaciones. El segundo grupo identifica nuevos ingresos al mercado de trabajo (aspirantes) y reingreso de aquellos que estuvieron en el mercado de trabajo y que, por algún motivo, quedaron inactivos (Chacaltana, 1999)²⁹.

²⁷ Banco Central de Costa Rica (2012). Informe de inflación 2012 (http://www.bccr.fi.cr/publicaciones/politica_monetaria_inflacion/Informe_Inflacion_setiembre_2012.pdf)

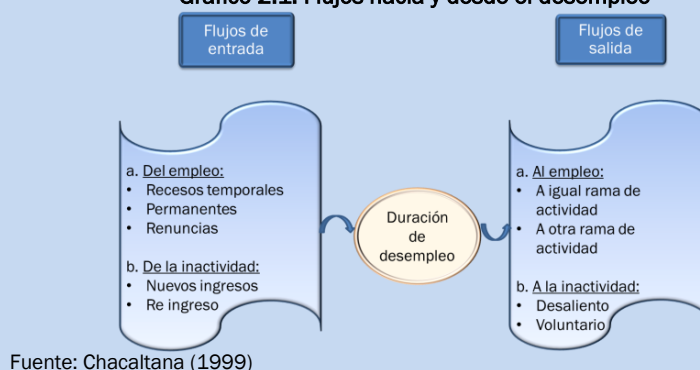
²⁸ Programa Estado de la Nación (2015), Vigésimo primer Informe Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible (<http://www.estadonacion.or.cr/21/assets/pen-21-2015-baja.pdf>)

²⁹ Chacaltana, Juan (1999). Un análisis del desempleo en Perú. Instituto Nacional de Estadística e Informática, Perú.

De estos flujos se desprenden probabilidades de transición para mantenerse o cambiar de un estado a otro³⁰. Entre el II trim-2015 y el III trim-2015 se tuvo lo siguiente:

- El 89,3% de la población en edad de trabajar no modificó su estado laboral y el 10,7% cambió de estado (ocupado, desempleado e inactivo).
- La probabilidad de pasar de ocupado a inactivo es mayor en 3,7 p.p. que la de pasar a desempleado³¹. Es mayor la cantidad de personas que al salir del empleo dejan de buscar activamente un trabajo al menos por un tiempo.
- La población desempleada tiene mayor probabilidad de pasar a algún otro estado del mercado de trabajo.
- La probabilidad de un desempleado de pasar a ocupado es de 35,7% y la probabilidad de convertirse en inactivo de 22%. En ambos casos, las transiciones de ocupados y desocupados muestran que existe un porcentaje significativo de la población inactiva que se incorpora y se retira con facilidad a la búsqueda de empleo.

Gráfico 2.1. Flujos hacia y desde el desempleo



Fuente: Chacaltana (1999)

Cuadro 2.1
Costa Rica: Matriz de probabilidades de transición
entre los estados del mercado laboral
II trim-2015 – III trim-2015

II 2015	III 2015			
	Ocupado	Desempleado	Inactivo	Total
Ocupado	89,3	3,5	7,2	100,0
Desempleado	35,7	42,2	22,2	100,0
Inactivo	10,5	3,7	85,8	100,0

Fuente: INEC. Encuesta Continua de Empleo (ECE), 2015.

El gráfico 2.2 muestra la transición de inactivo a desocupado para cada uno de los 20 trimestres de la ECE y de él se desprende que existe una correlación positiva entre ésta y la tasa de desempleo; así, cuando aumenta el desempleo hay mayor presión sobre el mercado de trabajo proveniente del contingente de inactivos³².

³⁰ Los flujos entre estados del mercado laboral como porcentaje de la población inicial de cada estado, pueden ser interpretados como la probabilidad de permanecer en cada estado o de moverse entre estos. Sea:

$$P_{i,j} = \frac{F_{i,j}}{S_i} \text{ donde } i, j = O, D, I$$

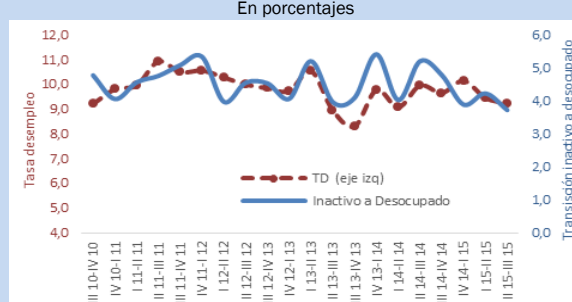
Donde $P_{i,j}$ es la probabilidad de pasar del estado i al estado j , $F_{i,j}$ es el flujo de personas desde el estado i en el periodo $t - 1$ al estado j en el periodo t , S_i es la cantidad en el periodo $t - 1$ de personas en el estado i .

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (2012). Encuesta continua de empleo. Métodos y procedimientos.

³¹ Regularidad en la serie de la ECE, los valores oscilan entre 1,5 p.p. y 5,2 p.p.

³² La hipótesis es que la mano de obra familiar secundaria se integra a la búsqueda de empleo para contrarrestar los efectos del desempleo de los perceptores principales del hogar.

Gráfico 2.2. Costa Rica: Tasa de desempleo y probabilidad de transición de inactivos a desocupados

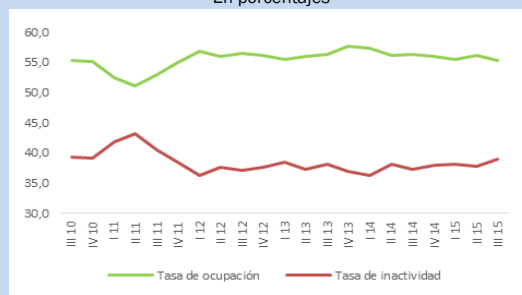


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Otro factor que afecta el desempleo es el flujo de inactivos a ocupados (y viceversa), donde la probabilidad de que una persona inactiva pase a ocupado es mayor en todos los periodos de la encuesta (entre 4,5 p.p. a 6,8 p.p.)³³. Existe una correlación negativa (-0,97) entre las tasas de ocupación e inactividad (gráfico 2.3).

La población desocupada muestra un comportamiento más dinámico (cuadro 2.1): cerca del 60% cambia de estado laboral³⁴ y el 40% mantuvo el estado entre el II y el III trimestre del 2015. El INEC pregunta a los desocupados sobre el tiempo en que buscaron trabajo (gráfico 2.4) y les clasifica en: reciente ingreso a la búsqueda de empleo (aspirantes o D1)³⁵, de los desocupados con experiencia laboral previa y han buscado empleo por menos de 3 meses (D3), de 3 a 12 meses (D3-12) y por más de un año ($D \geq 12$).

Gráfico 2.3. Costa Rica: Tasa de ocupación y tasa de inactividad



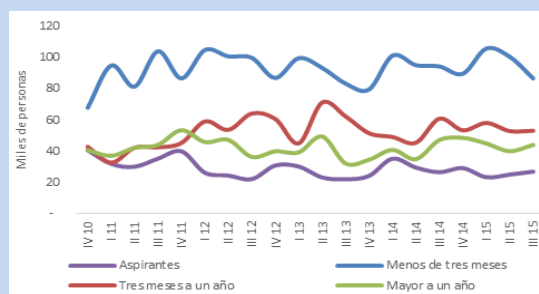
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³³La tasa de desempleo es definida como el porcentaje de la población desempleada respecto a la fuerza de trabajo. Los flujos indicados afectan el denominador de la ecuación.

³⁴ Del IV trimestre del 2010 al III trimestre del 2015 este resultado varió entre 58% y 74%.

³⁵ Personas sin experiencia laboral.

Gráfico 2.4. Costa Rica: Duración en el desempleo



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

De esta información se desprende que la mayor proporción del desempleo es de corto plazo (D1 y D3). Además, de la diferencia entre D3-12 y D3 se tiene que, en promedio, el 43% de los cesantes o personas desocupadas con alguna experiencia laboral que buscó trabajo durante 3 meses o menos, encontraron trabajo o salieron de la fuerza de trabajo en el periodo siguiente. Por el contrario, si se calcula la diferencia entre $D \geq 12$ y D3-12 se tiene que, en promedio, el 82% de las personas que pasaron desocupadas de 3 a 12 meses continuarán desocupadas el trimestre siguiente, lo que permite inferir que cuanto más tiempo esté desempleada una persona más difícil le resulta encontrar trabajo³⁶.

En el III trim-2015 cerca del 30% de los nuevos desocupados mencionaron el despido como la causa de haber dejado su último empleo³⁷, este porcentaje es creciente desde el 2014 cuando alcanzó su punto más bajo (17,3%). Ello es un indicio de que existen vulnerabilidades en el mercado de trabajo desde la óptica de la demanda.

2.2.4. Balanza de pagos

En el 2015 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue equivalente a 4,0% del PIB, 0,7 p.p. inferior a la brecha del año previo. Los flujos de ahorro externo permitieron financiarlo y acumular activos de reserva.

Particularmente la cuenta de bienes bajó en términos del PIB y mostró una reducción anual en las ventas externas de 14,6%, ante la caída de las exportaciones de las empresas de zona franca, en particular, las productoras de componentes electrónicos y microprocesadores y de las empresas del régimen definitivo dedicadas al cultivo de banano y piña. Este efecto fue prácticamente compensado por la

Cuadro 4. Balanza de Pagos

-millones de dólares-

	2014			2015 ^{1/}		
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem	II Sem	Anual
Cuenta corriente / PIB (%)	-2,0	-2,7	-4,7	-1,5	-2,5	-4,0
Cuenta corriente	-1.019	-1.321	-2.340	-784	-1.343	-2.127
Bienes	-3.108	-2.918	-6.025	-2.620	-3.570	-6.189
Exportaciones FOB	5.885	5.255	11.139	4.963	4.551	9.514
Importaciones CIF	8.992	8.172	17.165	7.582	8.121	15.703
De los cuales hidrocarburos	1.242	863	2.106	613	618	1.231
Servicios	2.728	2.387	5.115	2.616	2.794	5.410
De los cuales viajes	1.413	1.078	2.491	1.410	1.225	2.635
Renta y transferencias	-639	-790	-1.430	-780	-568	-1.348
Cuenta de capital y financiera	1.185	1.042	2.226	1.854,3	918	2.773
Sector público	770	388	1.158	914	740	1.654
Sector privado	415	654	1.069	940	178	1.118
De los cuales IED	1.047	1.131	2.178	1.022	1.178	2.200
Activos de reserva	-166	279	113	-1.071	425	-645
(-aumento, + disminución)						

^{1/} Datos estimados para 2015.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³⁶ Algunas investigaciones para otros países han buscado una respuesta a este problema (véase Ahn y Hamilton, 2014) y han determinado que los trabajadores despedidos tienen mayor complicación para encontrar un nuevo empleo que los que renuncian voluntariamente.

³⁷ Entre las principales razones están: cierre, quiebra, traslado de empresa; reestructuración o recorte de personal; fin de trabajo ocasional o estacional; renuncia obligada o pactada; terminó el contrato.

disminución en el valor de importaciones (-8,5%) producto de la menor factura petrolera (-41,5%) y del resto de artículos importados (-3,9%).

En este año el superávit de la cuenta de servicios continuó compensando parcialmente la brecha comercial negativa. El dinamismo en los servicios de informática y procesamiento de información así como el de turismo receptivo propiciaron un incremento interanual en el superávit de servicios de 5,8%.

Por su parte, el menor déficit de la cuenta de renta y transferencias (3,2% del PIB) respecto al del 2014, obedeció a la disminución en el pago a los factores productivos propiedad de no residentes y mayores remesas de costarricenses radicados en el exterior.

El resultado de la cuenta de capital y financiera fue de EUA\$2.773 millones, superior en EUA\$546 millones a la del 2014. En particular, el ingreso neto para el sector público aumentó EUA\$497 millones y para el sector privado en EUA\$49 millones, destacando en este último caso la inversión extranjera directa (IED) y los recursos para el sistema financiero.

Los flujos de ahorro externo fueron suficientes para financiar el déficit en cuenta corriente y aumentar el saldo de reservas internacionales netas (RIN) en EUA\$645 millones³⁸, lo que le ubicaría en EUA\$7.834 millones, equivalente a 6,7 meses de las importaciones de mercancías del régimen definitivo y a 14,9% del PIB (14,6% en 2014)³⁹.

En el 2015 el Banco Central mejoró el blindaje financiero del país, en el tanto el cumplimiento de sus objetivos prioritarios de “mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas” demanda disponer de reservas internacionales o mejorar el acceso a mecanismos de blindaje financiero, que permitan al país atender, adecuadamente, sus pagos internacionales ante un eventual choque externo. La coyuntura de mejora en los términos de intercambio abrió espacio para administrar la mayor disponibilidad de divisas en el mercado cambiario costarricense.

Por un lado, el Banco Central adquirió EUA\$721,4 millones al amparo de programas de compra de reservas autorizados por su Junta Directiva; estas compras se realizaron en un entorno de mayor disponibilidad de divisas antes mencionado. Por otro, se incrementó el capital pagado ante el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), de EUA\$238,8 millones a EUA\$328,1 millones, recursos que le permitirán acceder a financiamiento por hasta 2,5 veces el capital⁴⁰.

³⁸ Considera ajustes metodológicos por variaciones cambiarias y de precios.

³⁹ El Plan Estratégico del Banco Central 2015-2018 contempla como parte de sus objetivos “Mantener un nivel de reservas internacionales acorde con las condiciones de la economía, que reduzca su vulnerabilidad frente a choques externos” y ubica su nivel entre 11% y 15% del PIB, valores que incorporan consideraciones de nivel óptimo de RIN.

⁴⁰ El FLAR es una organización financiera regional en la que sus miembros realizan aportes de capital para asistir en periodos de crisis de balanzas de pagos, operaciones de restructuración de deuda externa o de apoyo a la liquidez. En función de la modalidad, el acceso a financiamiento comprende montos desde una hasta dos veces y media el capital pagado. Esta operación llevó a una reducción en el saldo de RIN, toda vez que, de acuerdo con las normas internacionales para la compilación de las cuentas externas, los aportes al FLAR son activos externos pero no activos de reserva.

2.2.5. Finanzas públicas

Las estimaciones para el 2015 del déficit financiero acumulado del Sector Público Global Reducido (SPGR) lo ubican en 5,6% del PIB, superior en 0,3 p.p. al registrado el año previo. Lo anterior estaría asociado, básicamente, al deterioro en las finanzas del Gobierno Central, pues los otros componentes del SPG no tendrían variaciones significativas en términos del PIB.

En particular, para el Gobierno Central se estima un déficit financiero equivalente a 5,9% del PIB impulsado, en buena medida, por el gasto en intereses, toda vez que el resultado primario mostraría una mejora equivalente a 0,2 p.p. del PIB.

Con datos a noviembre, los ingresos tributarios aumentaron 9,0%⁴¹ en tanto que los gastos corrientes (excluidos los intereses) lo hicieron a una tasa de 7,3%. La evolución de estos indicadores refleja esfuerzos para mejorar la recaudación tributaria y contener el crecimiento del gasto público⁴², pese a la pérdida de dinamismo de la actividad económica, la baja inflación (incluso tasas negativas en el segundo semestre del año), estabilidad cambiaria y el impedimento para cobrar el impuesto a las sociedades anónimas.

Por otro lado, se prevé un déficit financiero del Banco Central (según metodología cuentas monetarias) equivalente a 0,8% del PIB (0,7% en 2014). En términos generales, la evolución de las pérdidas de la Entidad estuvo determinada por los gastos financieros asociados a sus operaciones de estabilización monetaria y de gestión de liquidez. Estas operaciones son resultado, en parte, de los esfuerzos por esterilizar la expansión monetaria de los programas de compra de divisas para fortalecer el blindaje financiero del país.

El resto del sector público no financiero reducido (RSPNFR), según cifras estimadas, acumuló al término del 2015 un superávit financiero de 1,1% del PIB, similar al del año previo. Destacó el mejor desempeño de la Caja Costarricense del Seguro Social, atenuado en parte por la desmejora en las finanzas de la Refinadora Costarricense de Petróleo.

Cuadro 5. Resultado Financiero Sector Público Global ^{4/}
- a diciembre como % del PIB-

	2014	2015
Sector Público Global	-5,3	-5,6
Banco Central	-0,7	-0,8
Sector Público no Financiero	-4,6	-4,8
Gobierno Central	-5,7	-5,9
Resultado Primario	-3,1	-2,9
Resto del SPNF	1,1	1,1

^{4/} Proyecciones BCCR para 2015.

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

⁴¹ Destacó el incremento en la recaudación sobre ingresos y utilidades (15,8% contra 7,2% un año antes, por la mejora en la recaudación del impuesto a personas jurídicas y remesas del exterior); ventas y selectivo de consumo (6,6% y 2,2%, respectivamente) y “otros ingresos tributarios” (comprende el impuesto único a los combustibles y al tabaco).

⁴² Mientras los gastos financieros crecieron 16,1%, las transferencias corrientes, remuneraciones y gastos de capital lo hicieron, en ese orden, en 7,7%, 6,9% y 7,2%.

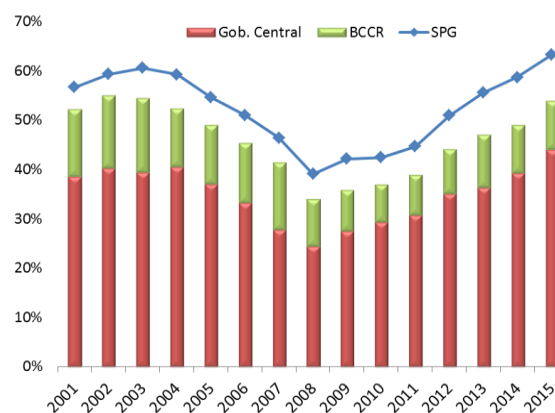
De las transferencias corrientes destacaron las dirigidas al Fondo Especial de Educación Superior, Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares y para pensiones con cargo al Presupuesto Nacional. Por su parte, las transferencias de capital se destinaron, principalmente, al Consejo Nacional de Vialidad según lo dispuesto en la Ley 7798. En el caso de las remuneraciones, el 58% corresponde al Ministerio de Educación Pública y el 15% al Poder Judicial.

Dado el deterioro de las finanzas públicas, la razón de deuda total del Sector Público Global⁴³ a PIB, se estima ascendió a 63,2% en el 2015, para un incremento de 4,6 p.p. con respecto a lo mostrado 12 meses antes.

La deuda del Gobierno Central alcanzó 44% del PIB (39,3% a diciembre 2014). Si bien este año el Gobierno aún dispuso de recursos externos, debió acudir mayoritariamente al mercado local por financiamiento, recursos que logró captar en un contexto de reducción de tasas de interés en colones, ajuste que en algunos instrumentos alcanzó hasta 295 p.b.

No obstante, la trayectoria creciente de la deuda pública pone de manifiesto la necesidad de medidas que permitan contener su crecimiento y evitar que se materialice el riesgo que ello significa para la estabilidad macroeconómica del país en el mediano plazo.

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



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

2.2.6. Indicadores monetarios y financieros

Los agregados monetarios y el crédito al sector privado crecieron en promedio a tasas ligeramente por debajo de lo previsto en la programación macroeconómica y de lo observado el año previo. Así, la mayor disponibilidad en términos reales de fondos prestables incrementó la capacidad de financiar el crecimiento económico sin generar presiones de demanda agregada.

A nivel de componentes del ahorro financiero, los agentes mostraron mayor preferencia por la constitución de operaciones a plazo y por instrumentos denominados en moneda nacional. Este comportamiento es congruente con la desaceleración en el crecimiento económico, el aumento en términos reales de las tasas de interés⁴⁴ y la existencia de un premio en favor de las operaciones en colones.

⁴³ Deuda no consolidada de Gobierno Central, Banco Central y algunas instituciones del sector público no financiero.

⁴⁴ La tasa básica pasiva media en términos reales fue de 1,97% al 31 de diciembre del 2015 (0,94% un año atrás).

Cuadro 6. 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/}
2014												
I semestre	14,8	11,5	13,5	11,0	9,9	10,6	13,5	7,6	11,8	15,2	13,9	14,6
II semestre	11,4	13,2	12,1	12,7	12,5	12,6	13,5	12,7	13,2	19,6	8,9	14,9
Anual	13,1	12,3	12,8	11,9	11,2	11,6	13,5	10,2	12,5	17,4	11,4	14,8
2015												
I semestre	6,1	5,3	5,8	12,8	6,7	10,5	13,2	7,2	11,5	15,6	9,1	12,8
II semestre	12,7	3,5	9,0	14,5	2,3	10,0	14,7	1,4	11,0	11,2	13,3	12,1
Anual	9,4	4,4	7,4	13,7	4,5	10,2	13,9	4,3	11,3	13,4	11,2	12,4

1/ Comprende el Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de vivienda y Caja de Ande. Cifras del Banco Central al 29/12/15, de OSD bancarias al 18/12/15 y de OSD no bancarias a octubre del 2015.

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

3/ Expresado en dólares estadounidenses.

4/ Moneda extranjera valorada a un mismo tipo de cambio.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Pese a lo anterior, el Banco Central estima necesario acotar lo siguiente:

- i) La reducción gradual en la Tasa de política monetaria (TPM) aplicada en el 2015 (de 5,25% a 2,25%⁴⁵) se ha transmitido de manera lenta y desigual al resto de tasas de interés del sistema financiero.

Como era previsible, el costo de la liquidez en el mercado de dinero bajó rápidamente y en magnitudes similares al cambio en la TPM. El Banco Central y el Ministerio de Hacienda redujeron la tasa de interés de sus instrumentos de deuda negociados en mercado primario⁴⁶, ajustes que en algunos títulos alcanzó 295 p.b. No obstante, los indicadores para el resto del sistema financiero mostraron variaciones de menor magnitud: la Tasa básica pasiva descendió en 125 p.b. y el promedio de tasas de interés activas informadas semanalmente al Banco Central por los intermediarios financieros en 148 p.b.⁴⁷.

Por ello, el Banco Central estima que en el 2016 aún hay espacio para que el proceso de reducción en las tasas de interés del resto del sistema financiero continúe, toda vez que existen condiciones en el mercado local que lo apoyan:

⁴⁵ Cabe indicar que el 30 de diciembre del 2015 se aplicó una reducción adicional de 50 p.b. en la TPM para ubicarla en 1,75%, con vigencia a partir del 4 de enero del 2016.

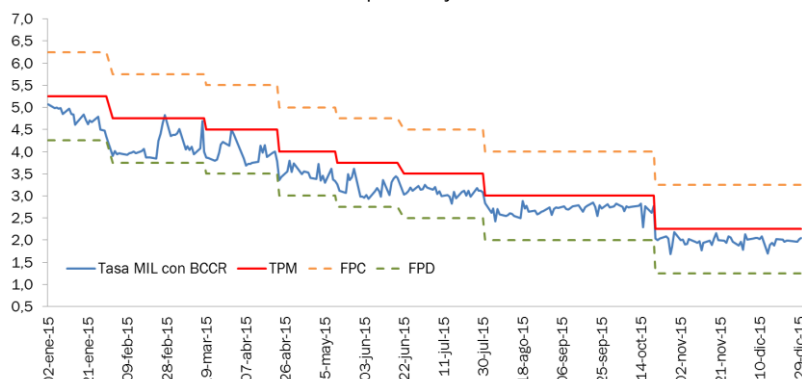
⁴⁶ Además, desde el pasado 18 de noviembre, el Banco Central adquiere sus títulos en mercado secundario. Estas operaciones procuran facilitar la administración de su deuda, evitar concentración de vencimientos, favorecer la liquidez de sus emisiones y fortalecer el mecanismo de transmisión de tasas de interés. En el 2015 el efecto monetario expansivo de estas operaciones alcanzó poco más de \$43 mil millones, recursos que fueron negociados a tasas de interés menores a las implícitas en la curva de deuda soberana. En la medida en que sea requerido, el Banco Central neutralizará el efecto expansivo generado.

⁴⁷ Corresponde a un promedio ponderado (por nuevas colocaciones) de las tasas de interés activas de la banca comercial y de las financieras privadas al 30 de diciembre del 2015.

- Los bancos públicos remuneran el ahorro financiero a tasas superiores a las implícitas en la curva de deuda soberana.

- En términos reales, las tasas de interés promedio en colones (activas y pasivas) son crecientes, lo que denota que la reducción en las expectativas de inflación de los agentes económicos permitiría disminuir aún más las tasas nominales.

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.

- Desde agosto del 2014 el sistema financiero dispone de recursos excedentes, contenidos en operaciones de muy corto plazo del Banco Central, condición a la que ha dado seguimiento cercano en procura de evitar presiones futuras de demanda agregada. Pasados los requerimientos estacionales de liquidez de principios de año, procurará su traslado gradual hacia instrumentos de mayor plazo, sin generar presiones alcistas sobre las tasas de interés.

- ii) En el 2015 el grado de dolarización del crédito aumentó, lo cual podría restar efectividad a la política monetaria e introduce riesgos para la estabilidad del sistema financiero. Este comportamiento se estima fue producto de consideraciones de oferta y demanda.

Por un lado, el sistema financiero incrementó la oferta de fondos prestables mediante el uso de recursos externos⁴⁸. Particularmente en el año, la banca comercial ingresó alrededor de EUA\$1.400 millones, de los cuales EUA\$750 millones provino del incremento en sus operaciones de deuda externa y el resto del uso de activos externos.

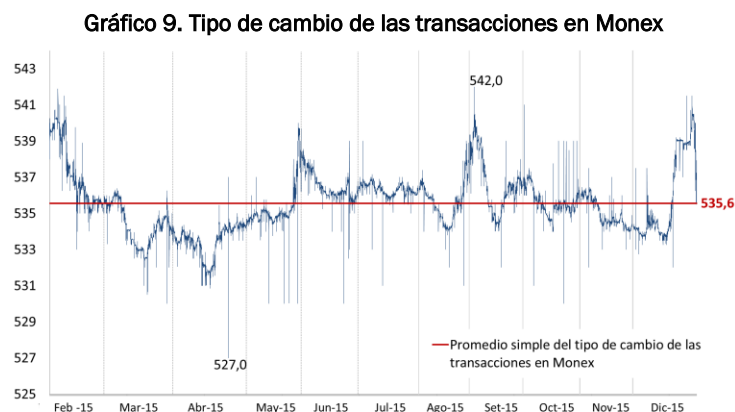
Al respecto debe señalarse que el Banco Central da seguimiento a estas variables pues una súbita interrupción de estas vías de financiamiento externo materializaría el riesgo de liquidez y, a la postre, podría vulnerar la estabilidad del sistema financiero, con repercusiones directas en el ámbito real de la economía.

Por otra parte, los deudores mostraron preferencia por contratar operaciones denominadas en moneda extranjera, dado la diferencia de tasas de interés en favor de éstas y la estabilidad del tipo de cambio. No obstante, se estima que los agentes económicos deben internalizar el riesgo

⁴⁸ Cifras preliminares del origen y aplicación de recursos de la banca comercial señalan que alrededor de la mitad del incremento en el crédito en moneda extranjera en el 2015 fue atendido con endeudamiento externo.

cambiario, dado que el Banco Central es consciente de que sus intervenciones no buscan alcanzar determinado nivel de tipo de cambio, toda vez que ello no lleva a movimientos en el tipo de cambio real (recuadro 3).

En cuanto a la estabilidad cambiaria observada a lo largo del 2015, debe recordarse que en este año, el mercado cambiario dispuso de mayor cantidad de divisas, que generó presiones a la apreciación del colón (0,8% en el año). Esta mayor disponibilidad de divisas respondió a la mejora en los términos de intercambio y al ingreso neto de recursos externos para el sistema financiero y el sector público y permitió al Banco Central participar en el mercado cambiario como agente del sector público no bancario (cuyo saldo alcanzó EUA\$269 millones) y por programas de compra de divisas (EUA\$721,4 millones).



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Recuadro 3. El tipo de cambio real y su zona de equilibrio⁴⁹

El tipo de cambio real (TCR) se define como la razón de los precios de bienes transables (PT) y no transables (PNT). Dado que es una variable no observable directamente, se aproxima a partir de la teoría de paridad de poder de compra, utilizando el tipo de cambio nominal (TCN) y la relación entre los precios externos (P^*) y los precios domésticos (P); no obstante, la literatura económica no recomienda utilizar esta definición para inferir posibles desviaciones del TCR con respecto al equilibrio⁵⁰.

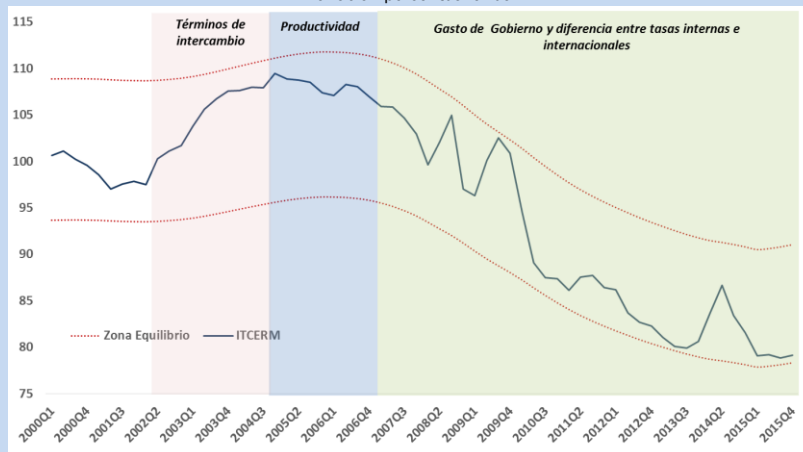
Por su parte, el tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) es resultado del balance macroeconómico; es decir, es una variable endógena no observable. Según Edwards (1989)⁵¹, el TCRE es aquel nivel de tipo de cambio real que predomina cuando la economía alcanza su equilibrio interno (brecha de producto nula y ausencia de presiones inflacionarias o deflacionarias) y externo (cuenta corriente de balanza de pagos financiada con flujos externos de capital de largo plazo). Dado lo anterior, el TCRE se explica en función del comportamiento de variables económicas (fundamentales), entre estas destacan para el caso de Costa Rica: términos de intercambio, productividad, gasto del gobierno, diferencia entre las tasas de interés locales y externas.

⁴⁹ Basado en *El tipo de cambio real y su zona de equilibrio*. Documento de trabajo 06-2015 [DT-06-2015](#).

⁵⁰ El BCCR calcula mensualmente el Índice de tipo de cambio efectivo real multilateral (ITCER), para aproximar el TCR. Toma ponderadores móviles en función de la importancia relativa del comercio del país y tiene como base enero de 1997.

⁵¹ Edwards, S. (1989) Real Exchange Rates in the Developing Countries: Concepts and Measurement. NBER Working Paper No. 2950. April.

Gráfico 3.1. Costa Rica: Tipo de cambio efectivo real y zona de equilibrio
-variación porcentual anual-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El gráfico 3.1 presenta el TCR y la zona de equilibrio estimada para Costa Rica con una amplitud de $\pm 7,5\%$; se muestra una tendencia a la apreciación real de la moneda nacional desde el 2007, siendo los principales determinantes el gasto del Gobierno y la diferencia entre las tasas de interés reales internas y las externas. Ambos factores muy relacionados puesto que parte de la diferencia en tasas de interés se explica por la presión que ejerce el mayor financiamiento interno requerido asociado al deterioro en las finanzas públicas.

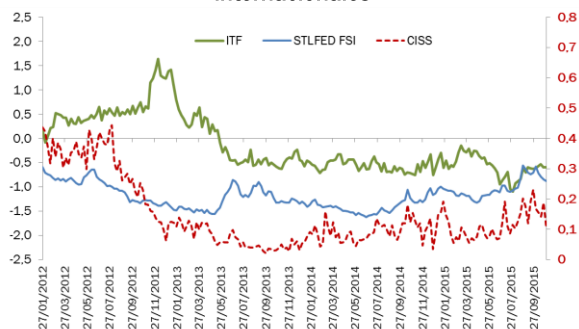
Es importante indicar que el tipo de cambio real es un indicador de competitividad y no un predictor del nivel del tipo de cambio nominal. Adicionalmente, utilizar intervenciones cambiarias para inducir modificaciones en el tipo de cambio real, si bien aumentan el TCN y el TCR, dado el efecto de traspaso, el mayor TCN terminará traduciéndose en mayor inflación local, por lo cual a mediano plazo el efecto sobre el TCR será compensado por el aumento en la inflación. Finalmente, las estimaciones de la senda de equilibrio del TCR para Costa Rica permiten concluir que no existe evidencia de que ese indicador se encuentre fuera de su zona de equilibrio, definida mediante la trayectoria de sus determinantes macroeconómicos.

2.2.7. Estabilidad del Sistema Financiero Nacional

El Sistema Financiero Nacional no presentó tensiones significativas durante el 2015, tal como lo muestra el Índice de tensión financiera (ITF), que se mantuvo en niveles cercanos a cero. Este comportamiento se debió a la estabilidad en las condiciones de los mercados de deuda, cambiario y de liquidez principalmente, en comparación con el 2014.

El análisis de riesgos de crédito, mercado y liquidez no indica condiciones de alerta que requieran acciones por parte de los supervisores financieros o del Banco Central; sin embargo, este análisis ha de ser permanente, dado un contexto económico y

Gráfico 10. Índices de tensión financiera local e internacionales



Fuente: Banco Central de Costa Rica, Banco Central Europeo, Banco de la Reserva Federal de St.Louis

financiero internacional cambiante y que en ocasiones muestra situaciones de incertidumbre, por lo que existe el riesgo de que los mercados respondan de manera desordenada ante el incremento en la tasa de interés en Estados Unidos o bien se dé un efecto contagio asociado al aumento en el riesgo país en algunas economías emergentes.

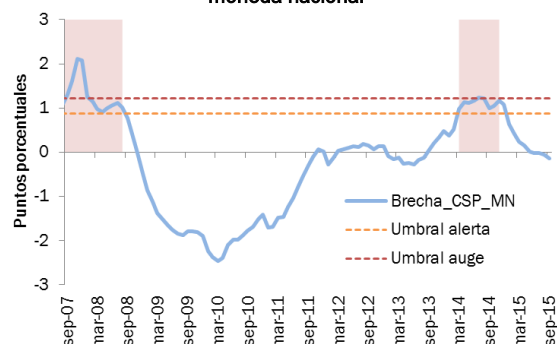
En cuanto al riesgo de crédito, el indicador de auges crediticios se ubica próximo a su nivel de tendencia de largo plazo, descartando temporalmente la posibilidad de alertas por auges crediticios en ambas monedas.

El establecimiento de un encaje a todo tipo de endeudamiento en el exterior y la normativa para reducir la exposición al riesgo asociado a préstamos en moneda extranjera a agentes cuya principal fuente de ingresos es en colones, ha contribuido a mejorar la internalización del riesgo. Sin embargo, la mora amplia⁵² aún se mantiene en niveles altos respecto a años anteriores.

El análisis de riesgo de liquidez por su parte, indica que los excesos de recursos en colones se manifiestan en una posición neta mayormente deudora del BCCR en el MIL y en una reducción en las tasas de interés en el mercado de dinero y, en menor grado, en la de reportos. Además, el aumento en la demanda de liquidez en dólares en el MIL no generó presiones al alza en el costo de estos recursos.

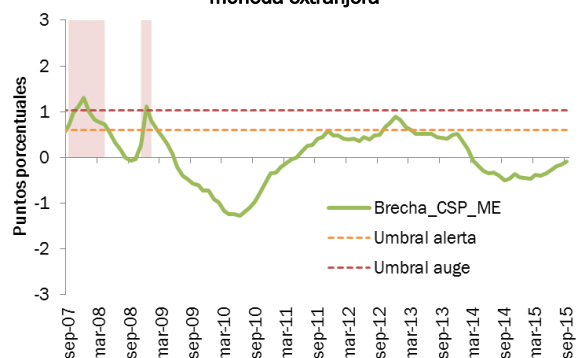
Adicionalmente, los saldos disponibles en las cuentas de reserva y los flujos de recursos generados por la dinámica de pagos, fueron suficientes para que las entidades financieras restablecieran sus requerimientos de encaje sin comprometer sus garantías disponibles. Cabe señalar que la introducción del Indicador de Cobertura de Liquidez (ICL) no revela, a la fecha, situaciones de tensión o alerta de liquidez en alguna entidad bancaria.

Gráfico 11. Indicador de auges crediticios moneda nacional



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Gráfico 12. Indicador de auges crediticios moneda extranjera



Fuente: Banco Central de Costa Rica

⁵² Considera el saldo de la cartera en mora a 90 días, en cobro judicial, por bienes recuperados y por créditos liquidados, como proporción del saldo de créditos directos, bienes recuperados y créditos liquidados. Prové información adicional sobre el deterioro de la cartera. Incorpora moneda nacional y extranjera.

Finalmente, los indicadores de riesgo de mercado asociados a las tasas de interés en colones y dólares no señalan situaciones de tensión. Los indicadores relacionados con el tipo de cambio muestran condiciones estables, debido a la estabilidad relativa en el mercado cambiario y a un saldo de RIN en niveles superiores al adecuado.

Los indicadores analizados requieren de un seguimiento permanente, debido a que reflejan situaciones y tendencias del momento y no constituyen proyecciones.

3. PROGRAMA MACROECONÓMICO 2016-2017

3.1. Objetivos y medidas de política

El Programa Macroeconómico 2016-2017 contempla la aceleración en el ritmo de crecimiento mundial, el aumento gradual en la tasa de interés de referencia en Estados Unidos, la estabilidad relativa en el precio internacional de materias primas (baja inflación externa) y un entorno local que no considera los efectos de la aprobación de medidas de reforma fiscal.

A nivel interno, el crecimiento económico para el 2016-2017 continuaría impulsado por la demanda interna, aunque se prevé mayor dinamismo de la demanda externa, ante la mejora de las proyecciones de crecimiento mundial. Particularmente, para el 2016 se estima que la economía costarricense crecería 4,2% y 4,5% en el 2017, sin generar presiones de demanda agregada.

En este entorno el Banco Central reduce la meta de inflación para ubicarla en 3% $\pm$ 1 p.p. para el bienio 2016-2017. Este ajuste ubica el valor central en un nivel similar a la inflación de largo plazo estimada para los principales socios comerciales del país, lo que significa acelerar la convergencia a ese rango objetivo de largo plazo.

El compromiso de esta Entidad con una meta de inflación definida para el largo plazo permite orientar las expectativas de los agentes económicos y, por tanto, convertirse en el ancla para la evolución futura de los precios. Con ello, el Banco Central reafirma el cumplimiento de uno de los objetivos prioritarios asignados en el artículo 2 de su Ley Constitutiva, cual es procurar la estabilidad interna del colón.

Cuadro 7. Proyecciones de crecimiento económico mundial
-variación porcentual anual-

	Fondo Monetario Internacional				OCDE	
	2014	2015	2016	2017	2016	2017
Mundo	3,4	3,1	3,6	3,8	3,3	3,6
Economías avanzadas	1,8	2,0	2,2	2,2	n.d	n.d.
Estados Unidos	2,4	2,6	2,8	2,8	2,5	2,4
Zona del euro	0,9	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
Alemania	1,6	1,5	1,6	1,5	1,8	2,0
Francia	0,2	1,2	1,5	1,6	1,3	1,6
Japón	-0,1	0,6	1,0	0,4	1,0	0,5
Países emergentes y en vías de desarrollo	4,6	4,0	4,5	4,9	n.d	n.d.
China	7,3	6,8	6,3	6,0	6,5	6,2
América Latina y Caribe	1,3	-0,3	0,8	2,3	0,5	n.d.
Brasil	0,1	-3,0	-1,0	2,3	-1,2	1,8
Costa Rica */	3,5	2,8	4,2	4,5		

*/ Información de Banco Central de Costa Rica.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (octubre 2015), OCDE (noviembre 2015) y Banco Central de Costa Rica (diciembre 2015).

Una inflación baja y estable facilita el cálculo económico para la toma de decisiones de ahorro e inversión, con efectos favorables sobre el crecimiento económico y la estabilidad de los macroprecios (tasas de interés y tipo de cambio); 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 el recuadro 4 se comentan con mayor detalle estas ventajas así como los elementos que se estimó permitían reducir el rango meta de inflación.

En cuanto a la estabilidad externa, además de procurar la concordancia de los macroprecios, el Banco Central mantiene el compromiso de contribuir a generar condiciones propicias que fomenten la atracción de ahorro externo de mediano y largo plazo, necesario para el financiamiento sostenible de la brecha en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Recuadro 4. La meta de inflación de largo plazo

El artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica le confiere, como parte de sus objetivos prioritarios, procurar la estabilidad interna de la moneda nacional, objetivo que es interpretado como mantener una inflación baja y estable.

Una inflación baja y estable tiene implicaciones positivas para el bienestar de la población por cuanto:

- i) Resta incertidumbre y facilita la toma de decisiones de ahorro e inversión por parte de los agentes económicos⁵³; lo que genera un clima propicio para el desarrollo de proyectos de inversión, la asignación eficiente de los recursos productivos⁵⁴ y la competitividad de nuestros productos en los mercados internacionales. Todo ello con efectos positivos sobre el crecimiento y bienestar económico.
- ii) Favorece la distribución del ingreso, en el tanto la inflación disminuye el valor real del dinero y afecta en mayor medida a los estratos de la población de ingresos bajos y fijos que, por lo general, están más expuestos a la erosión inflacionaria.

El compromiso con una meta de inflación definida para el largo plazo permite orientar las expectativas de los agentes económicos y, por tanto, convertirse en el ancla de la economía sobre la evolución futura de los precios.

Por lo general, la inflación externa es un elemento que los bancos centrales toman en consideración para establecer su meta de inflación. En esa línea, la programación macroeconómica bienal y el plan estratégico de mediano plazo del Banco Central, considerando que Costa Rica es una economía pequeña y abierta a los flujos comerciales y financieros, definen de manera explícita que el objetivo inflacionario de largo plazo es la convergencia hacia la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales.

La trayectoria de la inflación local y la de sus principales socios comerciales (ambas medidas con la variación de índices de precio al consumidor) señala que esa diferencia ha disminuido en el tiempo, particularmente luego de la reciente crisis financiera internacional. Se estima que la inflación de largo plazo de nuestros socios comerciales es de 3% (con referencia al lapso 2000-2015).

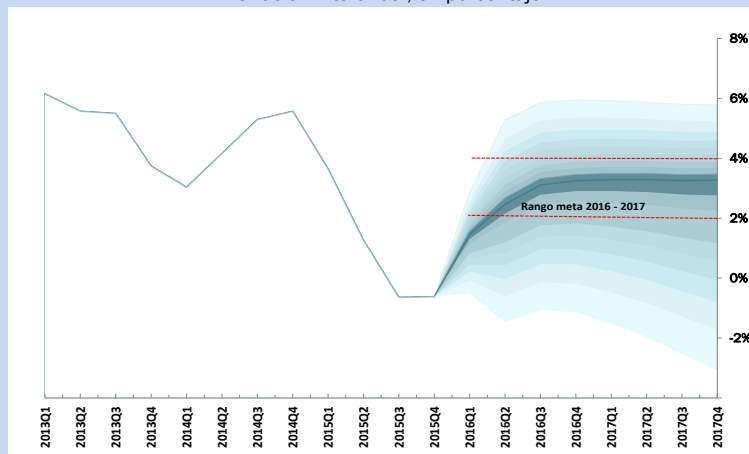
Si bien el Programa Macroeconómico 2015-2016 (y su respectiva revisión) estableció el objetivo de inflación en $4\% \pm 1$ p. p., existen condiciones favorables para buscar con mayor celeridad la convergencia hacia la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales, es decir, una meta de inflación interanual de 3% con un margen ± 1 p. p., por cuanto:

1. En el lapso 2013-2015 la inflación interanual se ubicó en 4% o menos (47% de las ocasiones).
2. Existe una alta probabilidad de que la inflación en el 2016 presente variaciones positivas, pero se mantenga en niveles bajos, incluso con el riesgo de presentar desvíos (a la baja) respecto a la meta de inflación. Ello de acuerdo con el comportamiento esperado de los determinantes macroeconómicos de la inflación que señalan lo siguiente:

⁵³ Variaciones frecuentes en los precios dificultan la planeación a largo plazo de hogares y empresas, en el tanto estos cambios afectan costos de insumos, tasas de interés, salarios y el riesgo en los mercados financieros.

⁵⁴ En eficiencia económica los recursos son asignados de forma tal que los agentes económicos maximizan sus beneficios o minimizan los costos. Ello requiere de información para decidir cómo utilizar los recursos de la mejor manera, información comprendida en el sistema de precios (el consumidor sabe qué puede comprar, el trabajador dónde conviene ofrecer sus servicios y el productor cuánto producir). Sin embargo, cuando existe incertidumbre con respecto a la inflación, el sistema de precios pierde contenido informativo sobre la escasez relativa de bienes y factores en la economía, imponiendo costos en los diferentes mercados e introduciendo una incertidumbre indebida en el horizonte de sus decisiones.

Gráfico 4.1. Proyección de inflación
-variación interanual, en porcentaje-



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor de la proyección central concentra el 10% de probabilidad de ocurrencia. Cada par de bandas con tonalidades cada vez más claras va acumulando un 10% adicional, hasta alcanzar el 90% de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

- i) Aun cuando la actividad económica interna mostraría mayor dinamismo, no se prevén presiones de demanda por esta vía (holgura en la capacidad de producción).
 - ii) Las expectativas de inflación son decrecientes y en los últimos nueve meses se ubicaron dentro del rango meta, por lo que es previsible se ajusten al nuevo rango.
 - iii) Los agregados monetarios y crediticios crecen a un ritmo coherente con esa meta de inflación.
 - iv) El comportamiento de la inflación responde, en buena medida, a la reducción en los precios internacionales de materias primas, pero las agencias especializadas y organismos internacionales no anticipan una reversión súbita.
3. La coyuntura macroeconómica del país permite reducir la meta de inflación sin incurrir en costos adicionales de mayores tasas de interés.

El cumplimiento de estos objetivos requiere de medidas como las siguientes:

1. Dar seguimiento a las condiciones macroeconómicas que determinan el comportamiento de la inflación, con el fin de ajustar de manera oportuna la TPM. En simultánea a la aprobación de este Programa Macroeconómico, se dispuso reducir la TPM en 50 p.b., para ubicarla en 1,75% a partir del 4 de enero del 2016.
2. Participar de manera activa en el MIL, en procura de que la tasa de interés en este mercado se ubique en los linderos de la TPM.
3. Mantener la tasa de encaje mínimo legal en 15%, aplicable para operaciones en colones y en moneda extranjera.
4. Continuar con la gestión activa de su deuda. Dada la importancia relativa del Ministerio de Hacienda y del Banco Central como emisores de deuda pública, la coordinación entre ambos

entes es necesaria, lo cual no debe interpretarse como dominancia fiscal, toda vez que para el Banco Central priva el compromiso de control de la inflación.

5. Procurar un blindaje financiero acorde con los requerimientos de la economía, que le permita atender exigencias de pago ante choques externos. Para ello se procurará, por ejemplo, mejorar el aporte de capital en organismos como el Fondo Latinoamericano de Reservas⁵⁵ y aplicar un programa adicional de compra de divisas de hasta EUA\$1.000 millones para el lapso enero 2016-diciembre 2017. Estas medidas se realizarían atendiendo los costos (inflación, tipo de cambio y tasas de interés) y beneficios (mayor blindaje financiero).
6. Participar como agente del sector público no bancario, según lo dispuesto por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica 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 de mediano plazo, en función de las variables fundamentales que determinan dicho macroprecio.
7. Continuar con medidas tendientes a mejorar el canal de transmisión de su política monetaria y la eficiencia del sistema financiero costarricense, específicamente, que favorezcan avanzar con la desdolarización financiera, agilizar su función de prestamista de última instancia y mejorar el proceso de formación de los macroprecios.

Es claro que el Banco Central ajustará sus acciones de política ante eventos del entorno macroeconómico que, previo estudio e identificación de efectos contraproducentes, comprometan la consecución de los objetivos planteados en este Programa.

⁵⁵ En setiembre del 2015 el Banco Central solicitó al FLAR incrementar el capital suscrito, de EUA\$328,1 millones a EUA\$656,25 millones. La solicitud será analizada por la Asamblea de Representantes y el Directorio del FLAR en marzo del 2016.

3.2. Proyecciones macroeconómicas 2016-2017

El bienio 2016-2017 estará caracterizado por una reactivación económica. El PIB crecería 4,2% en el 2016 y 4,5% un año después.

Aun cuando se prevé una recuperación de la demanda externa, consecuente con la aceleración en la actividad económica de nuestros socios comerciales, el gasto interno continuaría impulsando el crecimiento económico del país.

Por actividades, el crecimiento económico para los dos siguientes años estaría liderado por las industrias de transporte, almacenamiento y comunicaciones⁵⁶; la manufactura (demanda externa); comercio restaurantes y hoteles, los servicios prestados a empresas así como los servicios financieros y seguros ⁵⁷.

Para el 2016 se estima una desaceleración de la industria de la construcción determinada, en buena medida, por la conclusión del proyecto hidroeléctrico Reventazón y un grado de ejecución del proyecto Terminal de contenedores de Moín similar al del 2015. En contraste, para el 2017 se consideró, entre otros, la ejecución de los programas de “Mejoramiento Ambiental del Área Metropolitana de San José” y “Abastecimiento de agua potable para el Área Metropolitana de San José, acueductos urbanos y alcantarillado sanitario de Puerto Viejo de Limón”, el inicio del Proyecto hidroeléctrico “La Perla” y un mayor grado de ejecución (el más alto) en el proyecto Geotérmico “Pailas II”.

Contrario a lo observado en el 2015, la industria agropecuaria crecería en el bienio en comentario, manteniéndose los productos exportables (piña, banano y café) como pilares de esta actividad. Se estima que la reactivación iniciaría en los primeros meses del 2016, conforme se debilita el impacto del fenómeno ENOS⁵⁸.

Cuadro 8. PIB y valor agregado por industria
-variación % interanual-

	2015	2016	2017
Producto Interno Bruto real	2,8	4,2	4,5
Agricultura, silvicultura y pesca	-4,1	3,0	3,9
Manufactura	0,0	4,1	4,2
Construcción	4,5	0,7	5,3
<i>Con destino público</i>	0,9	-8,6	6,2
<i>Con destino privado</i>	6,0	4,4	5,0
Comercio, restaurantes y hoteles	3,7	4,1	4,1
Transportes, almacen. y comunic.	5,0	5,2	5,3
Intermediación financiera y seguros	7,7	7,8	8,0
Otros servicios prestados a empresas	8,1	7,8	6,9
Resto*	2,9	2,5	2,9

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁵⁶ Continuaría el impulso en comunicaciones (en especial lo relacionado con telefonía celular e internet), transporte de pasajeros por vía terrestre y los servicios asociados al comercio exterior de mercancías.

⁵⁷ La industria de comercio, restaurantes y hoteles reflejaría el incremento de la demanda interna y externa. Por su parte, en los servicios prestados a empresas se espera destaquen los exportables de centros de llamadas e informática, estos últimos por demanda interna y externa.

⁵⁸ El Instituto Meteorológico Nacional, en su boletín 85 de noviembre del 2015, prevé que aun cuando el ENOS inicie su etapa de debilitamiento en febrero próximo, se mantendría hasta junio del 2016.

Por componentes del gasto, la demanda interna crecería 4,3% y 4,6% en el 2016-2017 respectivamente, similar al promedio observado en los cinco años previos (4,7%). En ambos años, el comportamiento estaría determinado por los aportes del consumo privado y la inversión, lo cual es coherente con la evolución esperada de las industrias que producen para el mercado interno.

El impulso previsto para la demanda externa respondería, principalmente: i) no estaría presente el efecto de la menor exportación de productos electrónicos y procesadores; ii) el retorno gradual de la oferta de productos agrícolas exportables, una vez disipados los efectos negativos del ENOS y, iii) la recuperación económica de los principales socios comerciales.

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

El crecimiento del ingreso nacional disponible alcanzaría 4,2% y 4,7% respectivamente en 2016 y 2017, debido a la evolución esperada del PIB, toda vez que, para el 2016 la mejora prevista en términos de intercambio sería de 0,9%, asociada a la relación positiva en precios de bienes (0,5%)⁵⁹ y servicios (0,2%). Por el contrario, para el siguiente año se prevé una relativa estabilidad en los términos de intercambio.

Al tomar en consideración las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y nacional, se estima que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos será equivalente a 4,1% del PIB, cada año.

Cuadro 9. Demanda y oferta globales a precios constantes
-variación % interanual-

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

⁵⁹ Supone una disminución en los precios de importaciones superior a la de exportaciones. En el primero de los casos lidera el precio de hidrocarburos (EUA\$61,2 por barril de producto terminado en el 2016 contra EUA\$64,6 un año atrás), en tanto que, en exportables domina la reducción prevista en el precio internacional de café.

El pronóstico de la cuenta comercial indica que las exportaciones crecerán en términos reales 7,0% y 7,7% en 2016 y 2017, respectivamente. Lo anterior asociado, en parte, a la recuperación económica de los socios comerciales, que incentivaría la venta de productos agrícolas y manufacturados. Las importaciones, por su parte, aumentarían en términos reales en 7,7% y 8,0% en esos años, destacando el incremento en la factura petrolera por mayor cantidad de barriles importados.

Los pronósticos de importaciones de hidrocarburos señalan que en el 2016-2017 su volumen crecería en 4,6% y 1,3% en ese orden, mientras que los precios por unidad de cóctel disminuirían 5,3% en 2016 y aumentarían 8,6% un año después, lo que implica una factura petrolera de EUA\$1.220 millones y EUA\$1.342 millones, respectivamente.

Por su parte, está previsto un déficit en la cuenta de renta y transferencias en torno a 3,0% cada año, asociado a la retribución a los factores de producción pertenecientes a no residentes y al pago de intereses por endeudamiento externo e inversión de cartera.

El balance negativo en la cuenta de bienes, renta y transferencias sería parcialmente compensado por el mayor superávit de la cuenta de servicios, cuyo valor alcanza alrededor de 11% del PIB en el 2017. En servicios destacan los de informática e información y el balance neto positivo en viajes.

En cuanto a las operaciones financieras, el flujo de recursos para el sector público y privado alcanzaría para financiar el déficit de cuenta corriente y permitir una acumulación de activos de reserva de EUA\$738 millones y EUA\$381 millones, en el 2016 y 2017, en ese orden. En estos flujos destacan los correspondientes a inversión directa que lograría financiar la brecha en cuenta corriente.

En materia de finanzas públicas, se estima que el Gobierno Central generará déficit equivalentes a 6,2% y 7% del PIB en 2016-2017, en ese orden, superiores al observado el año previo. Pese a que la Tesorería Nacional atendió en el 2015 parte del financiamiento requerido en el mercado interno, en un contexto de reducción de tasas de interés en colones; el panorama para el siguiente bienio, demanda de acciones que procuren disminuir el desbalance fiscal, así como de estrategias de financiamiento que reduzcan la incidencia que este mayor requerimiento de fondos pueda ejercer sobre las tasas de interés.

Cuadro 10. Balanza de Pagos ^{1/}
-millones de dólares y porcentaje del PIB-

	2015	2016	2017
Cuenta corriente	-2.127	-2.277	-2.433
Bienes	-6.189	-6.719	-7.480
Exportaciones FOB	9.514	10.268	11.220
Importaciones CIF	15.703	16.987	18.699
Hidrocarburos	1.231	1.220	1.342
Servicios	5.410	5.992	6.564
Viajes	2.635	2.893	3.162
Renta y transferencias	-1.348	-1.549,8	-1.517
Cuenta de capital y financiera	2.773	3.016	2.814
Sector público	1.654	1.484	906
Sector privado	1.118	1.532	1.908
Inversión Extranjera Directa	2.200	2.350	2.400
Activos de reserva	-645	-738	-381
(-aumento, + disminución)			
Relaciones respecto al PIB (%)			
Cuenta Corriente	-4,0	-4,1	-4,1
Cuenta Comercial	-11,8	-12,1	-12,7
Balance de Servicios	10,3	10,8	11,1
Balance de Renta	-3,2	-3,4	-3,2
Capital Privado	5,3	5,4	4,8
Inversión Extranjera Directa	4,2	4,2	4,1
Saldo de RIN	14,9	15,4	15,2

1/ Datos estimados para 2015-2017.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En la Asamblea Legislativa se discuten proyectos para mejorar la situación financiera del Gobierno y si bien el Banco Central estima que las condiciones macroeconómicas de reactivación económica y estabilidad de los macroprecios favorecen la aprobación de estos proyectos, el Programa Macroeconómico 2016-2017 no consideró los efectos de su eventual aprobación. Cuando ello ocurra se evaluará la procedencia de modificar la programación macroeconómica.

En relación con el ahorro financiero y del crédito al sector privado el ejercicio contempla un comportamiento congruente con la meta de inflación, el nivel de actividad económica y el incremento paulatino en el grado de profundización financiera.

En efecto, para el 2016-2017 el ahorro financiero crecería 13,5% y 11,5%, en ese orden; la disponibilidad de fondos prestables permitirían aumentar el crédito al sector privado en 9,1% y 7,7% respectivamente. Particularmente, el 2017 expone de mejor manera la competencia por fondos prestables que ejercería el Gobierno, en ausencia de medidas de ajuste como las que se encuentran en discusión en la Asamblea Legislativa.

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 11 presenta las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el bienio 2016-2017 que sustentan el Programa Macroeconómico.

Cuadro 11. Principales variables macroeconómicas

	2015	2016	2017
PIB (miles de mill de ₡)	28.099	30.049	32.506
Tasas de crecimiento (%)			
PIB real	2,8	4,2	4,5
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	6,2	4,2	4,7
Tasa de desempleo ^{1/}	9,2		
Inflación (meta interanual)			
Medido como variación de IPC	[-1% , -0,5%]	3% (±1 p.p.)	
Balanza de Pagos (% PIB)			
Cuenta corriente	-4,0	-4,1	-4,1
Cuenta comercial (% PIB)	-11,8	-12,1	-12,7
Cuenta de Capital y financiera	5,3	5,4	4,8
Sector Público	3,1	2,7	1,5
Sector Privado	2,1	2,8	3,2
Inversión Directa	4,2	4,2	4,1
Saldo RIN (% PIB)	14,9	15,4	15,2
Sector Público Global Reducido (% PIB) ^{2/}			
Resultado Financiero	-5,6	-5,9	-7,2
Gobierno Central	-5,9	-6,2	-7,0
Resto SPNF	1,1	1,0	0,5
BCCR	-0,8	-0,7	-0,7
Agregados monetarios y crediticios (variación %) ^{3/}			
Medio circulante	11,1	9,9	11,1
Liquidez moneda nacional (M2)	14,1	10,6	11,9
Liquidez total (M3)	10,9	9,0	10,0
Riqueza financiera total	11,0	13,5	11,5
Crédito al sector privado	11,2	9,1	7,7
<i>Moneda nacional</i>	9,2	11,0	8,9
<i>Moneda extranjera</i>	14,1	6,5	6,0

1/Según la Encuesta Continua de Empleo al tercer trimestre del 2015.

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

Este Programa Macroeconómico se realizó con la mejor información disponible al término del 2015, por lo que reconoce que existen riesgos, tanto internos como externos, que podrían afectar la consecución de los objetivos planteados en este ejercicio.

En el campo externo destacan:

A. Crecimiento económico mundial

Un crecimiento mundial, en especial de los socios comerciales, menor al previsto en este ejercicio, repercutiría negativamente en la demanda externa costarricense. Este ejercicio supone una recuperación en el crecimiento económico de los socios comerciales en el 2016-2017; sin embargo, aún los analistas internacionales perciben factores de riesgo que podrían hacer más lento este proceso, en particular por presiones adicionales a la baja en los precios internacionales de materias primas (ante excesos de oferta que enfrentan los mercados de estos productos).

B. Precio de las materias primas:

Si bien para el próximo bienio 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. 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 generar salidas de capitales desde economías emergentes y depreciaciones en las monedas de estas economías; estas condiciones podrían tener implicaciones sobre la economía costarricense.

A nivel interno sobresalen los siguientes riesgos:

- A. Ausencia de medidas de ajuste fiscal y estrategias de financiamiento del déficit que generen presiones sobre las tasas de interés locales (dominancia fiscal).
- B. Efectos adversos relacionados con el fenómeno ENOS.

Atentamente,



Documento suscrito mediante firma digital.

Jorge Luis Rivera Coto,
Secretario General ad hoc