

Programa Macroeconómico 2018-2019

Junta Directiva

Presidente

Olivier Castro Pérez

Ministro de Hacienda

Helio Fallas Venegas

Directores

Silvia Charpentier Brenes

Victoria Eugenia Hernández Mora

Marta Eugenia Soto Bolaños

Juan Rafael Vargas Brenes

ÍNDICE

1. PRESENTACIÓN	2
2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN 2017	7
2.1. Economía internacional	7
2.2. Economía nacional	10
2.2.1. Inflación	10
2.2.2. Actividad económica y empleo	11
2.2.3. Balanza de pagos	17
2.2.4. Finanzas públicas	18
Recuadro 1: Déficit del Banco Central e inflación	21
2.2.5. Agregados monetarios, crédito, tasas de interés y tipo de cambio	24
3. PROGRAMA MACROECONÓMICO 2018-2019	29
3.1. Objetivos y medidas de política	29
3.2. Proyecciones macroeconómicas 2018-2019	30
3.3. Balance de riesgos	36
Recuadro 2. Destinos específicos marcan el deterioro fiscal	38

PROGRAMA MACROECONÓMICO 2018-2019

1. PRESENTACIÓN

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, mediante [artículo 5 del acta de la sesión 5813-2018 del 31 de enero de 2018](#) aprobó la adopción de un esquema monetario flexible de meta explícita de inflación. Con este acuerdo culmina el proceso de transición iniciado en el 2005¹, cuyo objetivo es procurar a la sociedad costarricense de una inflación baja y estable.

Mantener la inflación en niveles bajos y estables reduce la pérdida de poder adquisitivo del colón, en especial para los grupos de ingresos bajos y fijos. Promueve la estabilidad de otros macroprecios (tasas de interés, tipo de cambio y salarios), lo que a la vez, permite que las decisiones de ahorro, inversión y consumo se adopten en condiciones de mayor certidumbre. Ello favorece la asignación eficiente de los recursos productivos, con implicaciones positivas sobre el crecimiento económico y la generación de empleo. Además, crea el entorno apropiado para que otras áreas de la política pública así como iniciativas privadas alcancen resultados coherentes con una mayor eficiencia, equidad y bienestar económico.

No obstante, el Banco Central reconoce que, si bien la estabilidad de precios es una condición necesaria para el crecimiento económico y el bienestar de la población, no es suficiente. Además se requiere de una estructura de incentivos que promueva la productividad y competitividad en la economía, desde una perspectiva microeconómica, así como de unas finanzas públicas sanas y sostenibles.

Con el anuncio explícito de la adopción del esquema de meta de inflación se formaliza la estrategia de política que ha guiado al Banco Central desde hace varios años y cuyas acciones permitieron reducir, gradualmente, la inflación, desde valores de dos dígitos hasta porcentajes cercanos a los que muestran nuestros principales socios comerciales².

¹ De acuerdo con este esquema *flexible* de política, el Banco Central continuará dando seguimiento al desempeño de la economía con un enfoque integral. Incorporará en su análisis el mejor conocimiento de la coyuntura y de la fase del ciclo económico en que se encuentre el país, evaluará las distintas opciones de política y su impacto sobre el resto de variables macroeconómicas y realizará los ajustes en los instrumentos de política de manera gradual.

² La inflación media anual en el período 1973-2008 fue 17,8% y 3,4% en el lapso 2009-2017. En años recientes, el proceso de desinflación fue reforzado por choques de oferta, entre otros vinculados con bajos precios internacionales de materias primas, que explicaron el desvío transitorio de la inflación (por debajo de la meta).

La adopción de este esquema se realiza en un contexto de inflación contenida en el rango meta anunciado para el largo plazo, validado por las expectativas de inflación y la ausencia de presiones inflacionarias originadas tanto por excesos de demanda agregada como monetarios³.

Con esa decisión el Banco Central reafirma el compromiso de proveer una inflación baja y estable. Bajo un enfoque prospectivo aplicará, de forma gradual, los ajustes de política requeridos, para moderar las fluctuaciones del ciclo económico y tomará en consideración el impacto de las medidas sobre otras variables macroeconómicas. Consecuente con ese esquema, mejorará su comunicación con la sociedad, con el fin de fortalecer el entendimiento de sus decisiones y, así, la credibilidad del Banco Central.

En este marco de política, el Programa Macroeconómico 2018-2019, aprobado mediante artículo 6 del acta de la sesión 5813-2018 del 31 de enero de 2018, mantiene la meta de inflación de largo plazo, en 3% con una tolerancia de ± 1 punto porcentual (p.p.).

Acorde con lo previsto en la programación macroeconómica 2017-2018 (y su revisión), la inflación local retornó al rango meta en 2017, registrando una tasa interanual de 2,6% en diciembre de ese año. Ese regreso puso de manifiesto el impacto de la inflación internacional, acentuado por la depreciación del colón y por unas expectativas, que si bien estuvieron contenidas en el rango meta por 34 meses consecutivos, fueron superiores a su valor central.

Cabe indicar que por la vía monetaria no se han incubado presiones en exceso a la meta (determinantes de largo plazo de la inflación). Además, no se identifican tensiones de demanda (brecha del producto cercana a cero).

Pese a que en el segundo semestre de 2017 el crecimiento económico mostró una desaceleración mayor a la prevista, influida por el efecto de fenómenos naturales, la economía costarricense creció poco más de 3%, las condiciones de empleo se mantuvieron estables y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos continuó financiado con recursos de largo plazo.

³ Esta condición es una fortaleza. A diferencia de otros países que adoptaron metas de inflación, Costa Rica no requiere aplicar ajustes violentos en sus políticas monetaria y cambiaria, en el tanto la inflación se encuentra en el rango objetivo de largo plazo.

No obstante, ese escenario macroeconómico presenta vulnerabilidades. En primer término, si bien el déficit en cuenta corriente pudo ser atendido con capital de largo plazo, flujos financieros distintos de la inversión extranjera directa llevaron al uso de reservas internacionales durante el primer semestre de 2017. En segundo lugar, la ausencia de una solución estructural al deterioro de las finanzas públicas, manifiesto en la creciente trayectoria de la razón de deuda pública a PIB, genera presiones al alza sobre las tasas de interés, en el tanto el financiamiento del Fisco ha sido, mayoritariamente, en el mercado local.

El tipo de cambio del dólar estadounidense en el 2017 continuó su comportamiento al alza observado desde el 2016. La mayor presión fue en la primera mitad del año, con una depreciación del colón que el 24 de mayo alcanzó 9,2% (interanual) y que revirtió hacia el segundo semestre. Al finalizar el 2017 la depreciación del colón fue 2,5% (3,3% un año antes).

En ese primer semestre los agentes económicos mostraron mayor preferencia por ahorrar en dólares y por desdolarizar su crédito bancario. Ello exacerbó la demanda por divisas y generó algunos movimientos en el tipo de cambio, que no eran coherentes con la evolución de las variables macroeconómicas que lo determinan en el mediano y largo plazo. Ante esa situación, el Banco Central vendió divisas con fines de estabilización cambiaria, con el consecuente uso de reservas internacionales. En la segunda mitad del año y, en respuesta a medidas de política adoptadas por esta Entidad, el mercado cambiario mostró una evolución de acuerdo con los patrones de regularidad temporal y la evolución de los determinantes de ese macroprecio.

En efecto, a partir del 6 de abril, entre otros, el Banco Central inició un proceso de aumento en la Tasa de política monetaria (TPM) y en el rendimiento de sus instrumentos de deuda; activó en mayo la intervención cambiaria entre días y puso a disposición del mercado hasta *USD* 1.000 millones para esta intervención; y gestionó ante al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) un crédito de apoyo de balanza de pagos por *USD* 1.000 millones, el cual se aprobó el 02 de octubre de 2017, pero el ingreso de los fondos no se ha realizado.

Con estas medidas buscó restituir el premio por ahorrar en colones, mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y estabilizar las condiciones del mercado cambiario; esto último dado el riesgo de que mayores expectativas de variación cambiaria se transmitieran a los precios internos y deterioraran la estabilidad del sistema financiero, dada la concentración que presenta el crédito en moneda extranjera en deudores cuya principal fuente de ingresos es en colones.

Por tanto, la evolución de las tasas de interés en el 2017 estuvo liderada por la transmisión de los movimientos en la TPM, proceso que como era previsible fue gradual, diferenciado según instrumento financiero y que a la fecha no ha concluido. Además, dada la ausencia de reformas de ajuste fiscal, el comportamiento de las tasas de interés también manifestó la presión que el Ministerio de Hacienda ejerce en el mercado financiero local, al atender sus requerimientos de caja y obligaciones financieras.

Partiendo de ese diagnóstico y de un entorno externo que, según analistas internacionales, en el bienio 2018-2019 estaría caracterizado por la continuidad de la recuperación económica, baja inflación y relativa estabilidad en los mercados financieros, el Banco Central presenta su Programa Macroeconómico 2018-2019, cuyo objetivo es una inflación de 3%, permitiendo una tolerancia de ± 1 p.p.

En ese entorno, los elementos salientes de las proyecciones macroeconómicas locales para ese bienio son los siguientes:

- i) La inflación interanual estará contenida en el rango meta ($3\% \pm 1$ p.p.).
- ii) La actividad económica crecerá, en términos reales, 3,6% en 2018 y 3,9% un año después, impulsada principalmente por la demanda interna. Estas proyecciones llevan asociadas brechas en la cuenta corriente de la balanza de pagos que, como proporción del PIB, alcanzarían -3,3% y -3,1%, respectivamente y, al igual que en años previos, su financiamiento sería atendido, en su totalidad, con recursos provenientes de la inversión extranjera directa.

A pesar del uso de RIN en 2017, se prevé que el saldo de RIN se ubique en 13,8% y 13,6% del PIB en 2018 y 2019 en ese orden (12,4% en 2017).

Esos niveles suponen, entre otros, flujos por inversión extranjera directa equivalentes a 5% del PIB cada año, un proceso ordenado y gradual de desdolarización financiera, así como recursos provenientes del crédito de apoyo de balanza de pagos que recibirá el Banco Central del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

- iii) El déficit financiero del Gobierno Central alcanzaría el equivalente a 7,1% y 7,9% del PIB en el lapso 2018-2019, en ese orden (6,6% y 7,4% para el Sector Público Global Reducido, respectivamente).

Teniendo presente que su prioridad es el control de la inflación, dada la importancia relativa de ambos entes en el mercado de deuda pública, el Banco Central mantendrá la debida coordinación con el Ministerio de Hacienda en materia de gestión de deuda.

- iv) El ahorro financiero aumentaría entre 12% y 13% anual, tasas que son consecuentes con el nivel de actividad económica, la meta de inflación y el proceso gradual de mayor profundización financiera característico del país.

Dado lo anterior, la disponibilidad de recursos prestables en el sistema financiero lleva a tasas de variación del crédito al sector privado de 6,9% en 2018 y 8,2% un año después.

- v) Estas proyecciones no consideran los efectos de una eventual aprobación legislativa de proyectos de reforma fiscal, ni el uso por parte del Ministerio de Hacienda de los contratos de colocación de deuda interna anunciados al medio financiero a finales de 2017. Si ello ocurriera el Banco Central evaluará su efecto y la procedencia de modificar su programación macroeconómica.

Finalmente, el Banco Central reconoce que el compromiso con la inflación y su control efectivo son medulares para mantener su credibilidad y, por ende, para fortalecer el canal de transmisión de las expectativas inflacionarias. Ello demanda avances en los canales de comunicación con el público. Además, para promover la eficiencia en el proceso de formación de los macroprecios, no solo mantendrá los flujos de información al público (informes y estadísticas), sino también procurará la mejora continua de los procesos operativos de los mercados de negociación en los que participa.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN 2017

2.1. Economía internacional

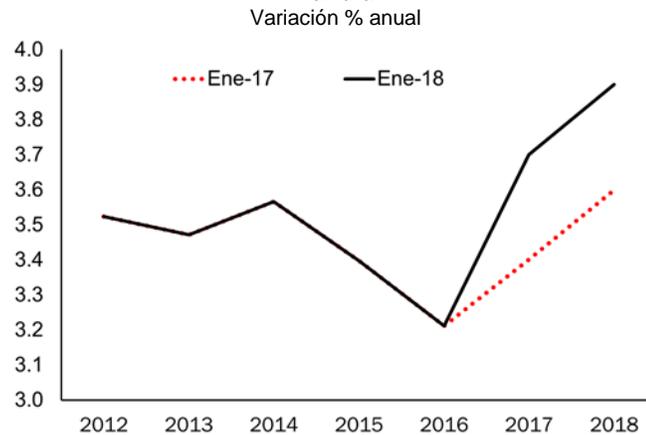
En el 2017 los indicadores de crecimiento económico mejoraron. Organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) estiman el crecimiento mundial en 3,7% para el 2017 (3,2% en 2016)⁴.

Los resultados del año para economías avanzadas apoyan esas estimaciones. La economía estadounidense creció 2,3% en el 2017 (comparado con 1,5% en 2016), impulsada por el consumo privado, la inversión no residencial y las exportaciones. La Zona del euro creció 2,5% en el 2017, la mayor tasa desde el 2007, respaldado por la demanda interna. En tanto, la actividad económica en Japón acumuló 7 trimestres de tasas positivas y en el tercer trimestre alcanzó 2,5% (anualizado) por el empuje de sus exportaciones.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo, por su parte, recuperaron crecimiento, apoyadas en la demanda externa. Particularmente, China creció 6,9% en el 2017.

En particular, el FMI prevé para América Latina y el Caribe una expansión de 1,3% en 2017 (-0,7% en 2016), asociado a la mejora en el crecimiento y comercio globales y al aumento en el precio de las materias primas.

Gráfico 1. Evolución de proyecciones crecimiento mundial



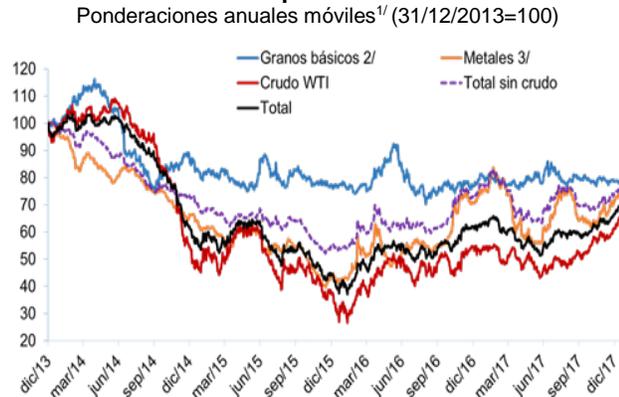
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Fondo Monetario Internacional.

⁴ La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), en su publicación "Economic Outlook", del pasado 28 de noviembre, estimó el crecimiento mundial en 3,6% para el 2017.

En materia de precios, pese al incremento en la demanda y en los precios de algunas materias primas (en especial petróleo⁵ y metales, ver gráfico 2⁶), la inflación en economías avanzadas se mantuvo en torno a su objetivo de largo plazo.

En naciones emergentes y en desarrollo, la inflación aumentó por costos de materias primas, pero en algunas retrocedió al diluirse el efecto de la depreciación de sus monedas en el bienio previo. En particular, la inflación interanual de los principales socios comerciales de Costa Rica fue 2,5% a noviembre pasado (1,9% un año antes).

Gráfico 2. Índice de precios de materias primas importadas



Fuente: Bloomberg con información al 26/01/2018.

En un contexto de baja inflación y crecimiento moderado, las economías avanzadas, en general, mantuvieron una política monetaria laxa; sin embargo, algunas de ellas iniciaron o continuaron con incrementos en sus tasas de interés y con el retiro gradual de estímulos monetarios.

⁵ Específicamente, el precio medio de barril del West Texas Intermediate (WTI) en el 2017 fue USD 51,0 (17,5% mayor que la media registrada un año antes, USD 43,4). En este aumento incidió, entre otros, la inestabilidad política en Medio Oriente y la expectativa de extensión del acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo, para limitar la producción, decisión tomada en noviembre y que estará vigente en 2018 (pueden interrumpir la medida ante excesos de demanda).

⁶ El índice de precios de insumos importados considera los de mayor importancia relativa en el valor CIF de las importaciones nacionales. El cálculo es sobre una base móvil anual de ponderaciones, con información diaria tomada de Bloomberg. Utiliza la fórmula de Lowe:

$$P_{Lo} \equiv \frac{\sum_{i=1}^n p_i^t q_i^b}{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^b} \equiv \sum_{i=1}^n \left(\frac{p_i^t}{p_i^0} \right) s_i^{0b}$$

donde:

$$s_i^{0b} = \frac{p_i^0 q_i^b}{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^b}$$

p_i^t precio período t para el producto i.

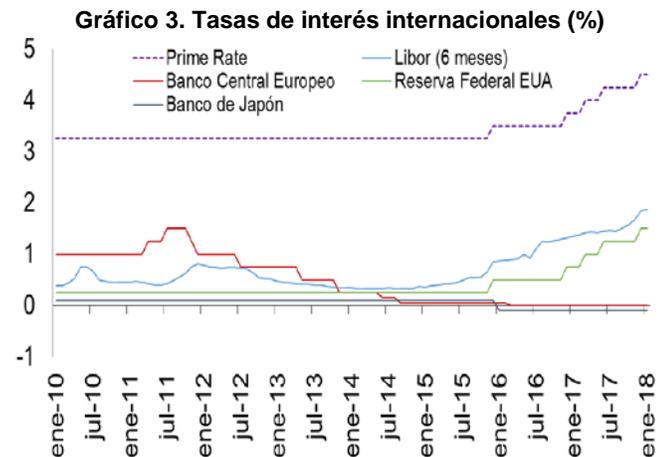
p_i^0 precio período de referencia para el producto i.

s_i^{0b} ponderaciones en el período de referencia para el producto i, donde b corresponde al período de referencia de las ponderaciones y 0 al período de referencia de los precios.

Por ejemplo, en Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, el Sistema de la Reserva Federal continuó el aumento en su tasa de interés de referencia, para ubicarla en diciembre último en un rango de [1,25%, 1,50%] y, en octubre, inició el plan de reducción gradual en la tenencia de activos⁷.

En contraste, economías latinoamericanas como Brasil, Colombia, Chile y Perú redujeron las tasas de interés de referencia, en tanto que México y Costa Rica registraron incrementos de 425 puntos base (p.b.) entre diciembre de 2015 y diciembre de 2017 en el primer caso y de 300 p.b. entre abril y diciembre de 2017, en el segundo.

Por su parte, los mercados financieros internacionales mostraron relativa estabilidad en el año⁸, con algunos episodios de mayor variabilidad, en respuesta, por ejemplo, a tensiones geopolíticas y a la incertidumbre en torno al efecto de medidas fiscales en Estados Unidos⁹.



Fuente: Banco Central de Costa Rica y <http://es.global-rates.com/>.

⁷ En el 2017 subió 75 p.b. y acumuló 125 p.b. entre diciembre 2015 y diciembre 2017. En cuanto a la venta de activos, partiendo de un balance de USD 4,5 billones de activos, contemplan la venta mensual de USD 10 mil millones en los primeros tres meses, monto que aumentará cada trimestre hasta llegar a USD 50 mil millones por mes.

El Banco Central Europeo mantuvo la tasa de referencia en 0%, pero anunció que a partir de enero 2018 reducirá a la mitad la compra mensual de bonos (para finalizar en setiembre 2018).

El Banco de Inglaterra en noviembre aumentó la tasa de referencia a 0,5% (por primera vez desde 2007), pero no modificó la compra de bonos gubernamentales.

El Banco de Japón no cambió sus tasas de interés de referencia (vigentes desde enero 2016).

⁸ Por ejemplo, el índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago (VIX) registró en 2017 un promedio de 11,1 puntos, inferior al de 2016 (15,9 puntos). El VIX mide la volatilidad esperada en los próximos 30 días, valores bajos señalan estabilidad y altos episodios de tensión.

⁹ En diciembre 2017 fue aprobada una reforma tributaria en Estados Unidos, que entre otros, redujo el impuesto a las ganancias de las empresas de 35% a 21%.

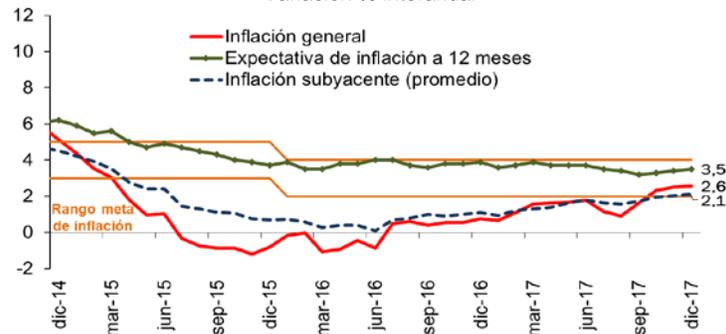
2.2. Economía nacional

2.2.1. Inflación

La inflación general, medida con la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), presentó niveles bajos en el 2017, pero con una trayectoria hacia el rango meta desde el segundo semestre del año previo.

En los primeros nueve meses de 2017, estuvo por debajo del rango meta (3% \pm 1 p.p.), ingresó a éste a partir de octubre y registró en diciembre un valor de 2,6%¹⁰. Este comportamiento fue anticipado en la programación macroeconómica 2017-2018.

Gráfico 4. Inflación: general, subyacente¹ y expectativas
Variación % interanual



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

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

La evolución de los precios evidenció, por una parte, el impacto de la inflación internacional (“costos”), manifiesta sobre todo en el incremento del precio de algunas materias primas importadas. Ese efecto fue acentuado por la depreciación del colón y por expectativas de inflación, que si bien estuvieron contenidas en el rango meta, fueron superiores a su valor central.

Por su parte, la inflación subyacente¹¹, indicador de la inflación asociada a presiones monetarias y sobre las cuales la política del Banco Central puede actuar, también presentó un comportamiento al alza. Su tasa media pasó de 0,1% en junio de 2016 a 0,9% y 2,1% en enero y diciembre de 2017, en ese orden; sin embargo, debe aclararse que esos valores señalan que, por la vía monetaria, todavía no se han gestado presiones inflacionarias por encima de la meta de inflación.

¹⁰ Según el Instituto Nacional de Estadística y Censos y de acuerdo con la estructura de consumo por niveles de ingreso de los hogares, a diciembre de 2017 la inflación interanual fue 2,3%, 2,4% y 2,8% para familias de ingresos bajos, medios y altos, respectivamente. Ver <http://www.inec.go.cr/economia/temas-especiales-de-economia>: *Variación de precios por estrato de ingreso de los hogares*.

¹¹ Indicador aproximado por el promedio simple de la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad (IEV), media truncada (IMT), reponderación por volatilidad (IRV), reponderación por persistencia (IRP) y exclusión fija de bienes agrícolas y combustibles (IEF). Ver <https://gee.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/indicadoreseconomicos>, Indicadores de inflación subyacente, base junio 2015.

En lo que respecta a las expectativas de inflación, su valor medio en enero 2018 fue 3,7% y por 34 meses consecutivos ha estado dentro del rango objetivo. Si bien ello denota la mejora en la credibilidad del Banco Central sobre su compromiso con el control de la inflación, ese proceso de “anclaje” no ha concluido¹².

Según subíndices del IPC, a diciembre de 2017, la variación de los precios regulados superó en más de 1 p.p. la del indicador general. En este comportamiento incidieron factores ajenos al control del Banco Central, relacionados con el incremento en el precio del petróleo y ajustes de precio aprobados por la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos.

Por el contrario, los otros subíndices (no regulados, bienes y servicios) mostraron relativa estabilidad en torno a la tasa interanual del IPC.

Cuadro 1. IPC: Indicadores de precios

Variación % interanual a diciembre

	2016	2017	Ponderaciones
			jun-15
IPC	0,8	2,6	
Regulados	1,5	3,8	16
Combustibles	-0,9	14,5	
Resto	2,1	1,1	
No Regulados	0,6	2,3	84
Bienes	-1,1	2,8	53
Servicios	2,8	2,3	47
Subyacente ^{1/}	1,1	2,1	

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

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

2.2.2. Actividad económica y empleo

El nivel de actividad económica, medido por el Producto Interno Bruto, creció 3,2% en 2017 (en términos reales), tasa inferior en 1 p.p. a la registrada un año antes y en 0,6 p.p. a la variación prevista para 2017 en julio pasado.

Esta desaceleración (con respecto a 2016 y a lo previsto) estuvo determinada, en buena medida, por la moderación en la demanda interna, especialmente por la contracción de la inversión privada (construcción), influida a su vez por el aumento en las tasas de interés y en las expectativas de variación cambiaria.

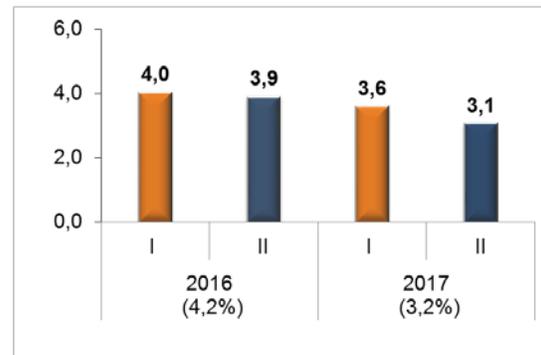
¹² La credibilidad puede ser medida por la capacidad del Banco Central de anclar las expectativas de inflación a la meta anunciada, para que éstas se mantengan en el rango meta ante desvíos transitorios en la inflación.

Si bien en enero de 2018 las expectativas cumplieron 34 meses consecutivos de estar en el rango meta, el desvío con respecto al valor central es positivo desde mayo de 2008 (salvo tres observaciones en el 2012).

Además, particularmente en el segundo semestre, respondió a la incidencia de fenómenos naturales sobre algunas actividades económicas (exceso de lluvias en setiembre y tormenta tropical Nate en octubre), que provocó pérdida de algunas siembras, destrucción de infraestructura y atraso o cancelación de obras de construcción previstas para esas fechas.

El crecimiento económico en 2017 estuvo liderado por las industrias de servicios y la manufactura.

Gráfico 5. Producto Interno Bruto real
Variación % interanual (tendencia ciclo)

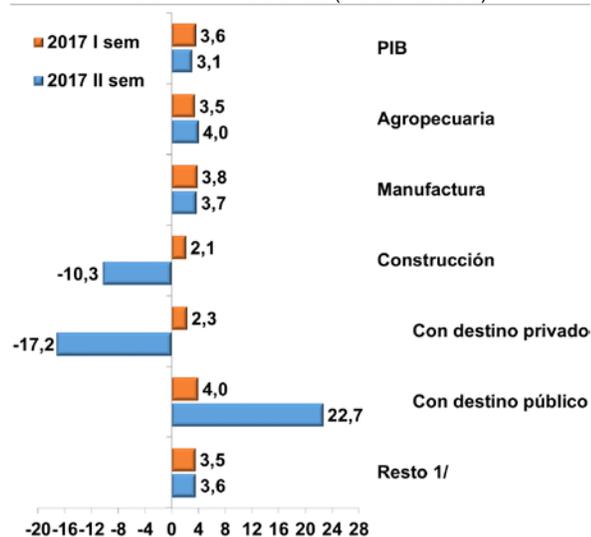


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

De la industria de servicios debe señalarse lo siguiente:

- La importancia relativa en el valor de los servicios ha ido en aumento. Mientras en 2012 representaron cerca del 64% de la producción total, en el 2017 esa participación fue de 68%.
- Los denominados servicios “profesionales y de apoyo a empresas” subieron 5,8% (6,1% en 2016), principalmente, asociados a consultorías en gestión financiera, recursos humanos, comercialización, publicidad y estudios de mercado.

Gráfico 6. Valor Agregado por industrias
Variación % interanual (tendencia ciclo)



^{1/} Minas y canteras, electricidad y agua, comercio, reparación de vehículos, transporte, almacenamiento, alojamiento y servicios de comida, información, comunicaciones, financieras, seguros, inmobiliarias, administración pública, actividades profesionales y de apoyo a empresas, otras actividades artísticas y de entretenimiento, así como la producción de hogares como empleadores.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- Los servicios de enseñanza y salud aumentaron 2,8%, similar a la tasa registrada un año atrás. Incidió en este resultado la contratación de profesionales en ciencias médicas por parte de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS)¹³ y el aumento en las plazas y contrataciones para enseñanza privada.
- Los servicios de información y comunicaciones crecieron 7,4%, similar al año previo, ante la mayor demanda de telefonía celular e Internet.
- Los servicios financieros y seguros aumentaron 5,8% (14,9% en 2016). En esta desaceleración incidió, entre otros, el encarecimiento del crédito bancario (incremento en tasas de interés y tipo de cambio) y el efecto de regulaciones microprudenciales sobre el otorgamiento de crédito en moneda extranjera; con incidencia en actividades como consumo, vivienda y servicios. Las comisiones de servicios auxiliares de seguros, administración de pensión, tarjetas de crédito y cambio de moneda también mostraron menor dinamismo.

Por su parte, la manufactura creció 3,8% (4,8% en 2016), sustentada en la producción de empresas adscritas a regímenes especiales de comercio (destacó la producción de equipo e implementos médicos, conservas y preparados de jugos). Las empresas del régimen definitivo presentaron un comportamiento disímil entre semestres; mientras en la primera mitad del año las productoras de café, productos de papel, edición e impresión y productos lácteos mostraron caídas en su producción, en la segunda parte del año hubo aportes positivos de aquellas dedicadas a fabricar equipo farmacéutico, médico y productos de hierro.

La industria de la construcción en 2017 disminuyó 6,4% (-4,3% en 2016). En esta ocasión, la contracción en las actividades con destino privado (variación de -10,8%), más que compensó el aumento en la obra pública.

El resultado de la construcción con destino privado puso de manifiesto, entre otros, el efecto de fenómenos naturales en el segundo semestre del año (exceso de lluvias y tormenta tropical Nate), la disminución en las solicitudes de permisos constructivos y el encarecimiento del crédito bancario. La contracción se presentó en proyectos residenciales y no residenciales, así como en obras de infraestructura.

¹³ Como parte del programa de Fortalecimiento del Seguro Universal que, entre otros, pretende disminuir las listas de espera para cirugía y atención especializada y avanzar en el programa de expediente electrónico.

En contraste, la construcción con destino público aumentó 10,0% (-9,9% en 2016). Influyó en este resultado la ejecución de obras para universidades estatales, del Instituto Costarricense de Acueductos y Alcantarillados¹⁴ y del Ministerio de Educación Pública (centros educativos mediante el Fidecomiso de Infraestructura Educativa).

En cuanto a la actividad agropecuaria, su tasa de variación alcanzó 3,8% (5,3% en 2016), sustentada en el aporte de las ventas de productos destinados al mercado externo (banano y piña), además de la recuperación en la producción de palma aceitera¹⁵.

Desde la óptica de los componentes del gasto, el crecimiento en 2017 estuvo impulsado por la demanda interna, que creció 2,6% (3,4% en 2016) y aportó 2,6 p.p. al crecimiento del PIB, mientras la demanda externa aumentó 4,9% (11,4% en 2016) con un aporte de 1,6 p.p.

Cuadro 2. Contribución al crecimiento del PIB según componentes del gasto

Aporte en p.p. a la variación		
	2016	2017
Producto Interno Bruto (1+2+3)	4,2	3,2
1 Demanda interna (+)	3,4	2,6
a. Consumo privado	2,3	1,8
b. Consumo de gobierno	0,4	0,5
c. Inversión (FBKF)	0,7	-0,6
d. Variación de existencias	0,0	0,9
2 Exportaciones (+)	3,5	1,6
3 Importaciones (-)	-2,8	-1,0

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La desaceleración observada en la actividad económica a lo largo del año estuvo asociada con la demanda interna y, en particular, con el consumo final de los hogares. En el 2017 el consumo privado creció 2,6%, resultado coherente con la moderación en el crecimiento del ingreso disponible real (2,2%) y en el financiamiento bancario por medio de préstamos para consumo; además, se estima que también incidió el deterioro en los indicadores de confianza de los consumidores¹⁶.

¹⁴ Destacan obras como: i) alcantarillado sanitario del Gran Área Metropolitana, ii) el acueducto costero de Guanacaste y iii) alcantarillado y control de inundaciones en la costa del Caribe.

¹⁵ El desempeño de las cosechas de banano y piña fue positivo y su oferta pudo ser colocada en el mercado internacional. Adicionalmente, luego de la afectación del denominado "mal flecha seca", la renovación de plantaciones de palma aceitera mejoró la productividad por hectárea.

¹⁶ Los resultados del índice de confianza del consumidor a noviembre de 2017 (La Confianza de los Consumidores, encuesta N°56, realizada por la Escuela de Estadística de la Universidad de Costa Rica) señalan un deterioro vinculado a una mayor incertidumbre y a expectativas de incremento en precios de combustibles y tasas de interés.

El crecimiento del consumo en 2017 estuvo concentrado en bienes manufacturados, bienes no duraderos de origen importado (productos farmacéuticos, de tocador y alimenticios) y servicios de educación, salud privada y transporte (autobús y taxis), cuyo efecto fue parcialmente compensado por la desaceleración en los servicios de comidas, financieros y seguros, así como por la reducción en la compra de bienes duraderos, particularmente vehículos.

Por su parte, la formación bruta de capital fijo disminuyó 3,1% (creció 4,0% en 2016), influida por la contracción de la inversión privada en proyectos residenciales y no residenciales (ampliaciones y remodelaciones, edificaciones de locales y plazas comerciales) y del menor volumen importado de bienes de capital para transporte y agricultura. Ello guarda congruencia con la evolución de la industria de la construcción.

Ese resultado fue atenuado por el avance en la inversión pública de obras relacionadas con infraestructura educativa, acueductos y alcantarillado sanitario y proyectos hospitalarios.

El gasto en consumo final del gobierno general creció 2,9% (2,4% un año atrás). En 2017 se crearon plazas¹⁷ y aumentó la compra de bienes y servicios para la administración pública y la enseñanza (suministros y servicios escolares para las escuelas y colegios financiados con transferencias del Gobierno Central a las Juntas de Educación).

La demanda externa por bienes y servicios, por su parte, aumentó 4,9% en 2017, explicada por el incremento en exportaciones de bienes (5,8%), principalmente de empresas de regímenes especiales (equipos e implementos médicos y productos de hierro y, en menor medida, por banano y piña). Debe indicarse que este año la venta de productos manufacturados del régimen definitivo creció, contrario a la baja observada en el bienio previo.

En la exportación de servicios el crecimiento fue 3,6%,(13,9% en 2016), influido por el menor ritmo de crecimiento del ingreso de turistas¹⁸ y de los servicios exportables (administrativos, de apoyo a las empresas, entre otros).

¹⁷ Entre otros, para los ministerios de Educación Pública y de Seguridad Pública, programas de atención y albergue y rehabilitación de niños y niñas en riesgo social del Patronato Nacional de la Infancia, Poder Judicial y municipalidades.

¹⁸ Entre otros, pone de manifiesto un efecto base toda vez que en el 2016 entraron en operación los servicios de líneas aéreas de bajo costo.

Por su parte, las importaciones de bienes y servicios crecieron 3,0% (8,7% en 2016). En particular, la compra de servicios aumentó 9,3%, concentrada en aquellos de uso de propiedad intelectual, viajes de residentes, telecomunicaciones, informática e información. Las importaciones de bienes subieron 1,6% (8,8% en 2016), incidiendo la compra de hidrocarburos y de bienes de consumo (bebidas y equipo para el hogar), cuyo efecto fue parcialmente compensado por la reducción en la compra de vehículos.

El ingreso nacional disponible bruto real creció 2,2% en 2017 (4,3% en 2016), lo que es consecuente con el menor crecimiento del PIB y la pérdida en los términos de intercambio¹⁹ (-2,2%).

Las condiciones del mercado de trabajo al tercer trimestre de 2017 fueron coherentes con la evolución de la actividad económica. La tasa neta de participación fue 59,4%, lo que significó una recuperación de 1,7 p.p. en relación con igual período del año anterior (57,7%), y fue explicada por el aumento en la población económicamente activa. La cantidad de ocupados subió 96.600 personas y los desocupados en cercad de 1.500, lo que determinó la reducción en la tasa de desempleo (9,4% contra 9,7% un año atrás).

Cuadro 3. Indicadores de empleo ^{1/}

Año	Población de 15 años o más	Fuerza de trabajo	Tasa neta de participación (%)	Ocupados	Desocupados	Tasa de desempleo abierto (%)
I 2016	3.754.695	2.201.957	58,6	1.992.741	209.216	9,5
II	3.772.251	2.157.319	57,2	1.954.756	202.563	9,4
III	3.786.243	2.184.451	57,7	1.972.128	212.323	9,7
IV	3.800.491	2.280.989	60,0	2.063.366	217.623	9,5
I 2017	3.814.461	2.267.804	59,5	2.060.757	207.047	9,1
II	3.829.723	2.272.966	59,4	2.079.840	193.126	8,5
III	3.842.758	2.282.526	59,4	2.068.710	213.816	9,4

^{1/} Cantidad de personas.

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

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

Tasa de desempleo: Desocupados/ Fuerza de trabajo

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

¹⁹ En 2017 hubo un deterioro tanto en los precios relativos de bienes como de servicios. En el primer caso fue determinante el aumento de 18,5% en el precio del cóctel de hidrocarburos (-17,5% un año atrás), el escaso crecimiento en el precio de los bienes manufacturados y la reducción en el precio de bienes agropecuarios.

Por actividad económica la mayor recuperación en el nivel de ocupación fue en actividades profesionales y administrativas de apoyo (26,3 mil personas), agricultura (22,2 mil personas) y hoteles y restaurantes (21 mil personas).

Según características de los ocupados, el aumento en el empleo se presentó en la zona urbana, en personas con edades entre 35 y 44, principalmente hombres.

2.2.3. Balanza de pagos

Datos preliminares para 2017 ubican el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos en USD 1.808 millones (3,1% del PIB, 2,6% un año antes), el cual fue financiado con recursos de largo plazo, principalmente bajo la modalidad de inversión directa (5% del PIB). Sin embargo, la salida en el resto de flujos financieros propició el uso de RIN por USD 419 millones. De esta forma, el saldo de RIN alcanzó USD 7.150 millones, equivalente a 6,1 meses de importaciones de bienes del régimen definitivo y a 12,4% del PIB.

En 2017 el déficit en la cuenta comercial de bienes fue 9,0% del PIB (9,1% un año atrás). Las exportaciones registraron una mejora (6,4%), influida por las ventas de empresas tanto de regímenes especiales (8,5%) como del régimen definitivo (5,7%). No obstante, las importaciones crecieron 4,4%, destacando el incremento en la factura petrolera (27,9%, explicado, principalmente por efecto precio), la compra de mercancías generales (2,1%, excluidos hidrocarburos), así como las adquisiciones de empresas de regímenes especiales (6,9%).

Cuadro 4. Balanza de Pagos ^{1/}

Millones de USD

	2016			2017		
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem	II Sem	Anual
I Cuenta corriente	-482	-1.008	-1.490	-779	-1.029	-1.808
A. Bienes	-2.305	-2.861	-5.166	-2.327	-2.863	-5.189
Exportaciones FOB	5.228	5.015	10.243	5.559	5.337	10.897
Importaciones CIF	7.533	7.876	15.408	7.886	8.200	16.086
Hidrocarburos	537	535	1.072	673	698	1.371
B. Servicios	3.080	2.987	6.067	3.052	2.996	6.048
Viajes	1.697	1.200	2.897	1.757	1.208	2.966
C. Ingreso Primario	-1.498	-1.367	-2.864	-1.753	-1.395	-3.148
D. Ingreso Secundario	240	233	473	249	233	482
II Cuenta de Capital	36	51	87	24	17	41
Préstamo neto (+) /						
Endeudamiento neto (-)	-446	-957	-1.403	-755	-1.012	-1.767
III Cuenta financiera	-375	-793	-1.168	11	-1.359	-1.348
Sector Público	-305	-211	-517	28	269	297
Secto Privado	-69	-582	-651	-17	-1.628	-1.645
Inversión Directa	-1.617	-1.318	-2.935	-1.554	-1.346	-2.900
IV Activos de reserva	-72	-163	-235	-767	348	-419

^{1/} Cifras preliminares al 2017

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La cuenta de servicios, como ha sido usual en años recientes, fue superavitaria en alrededor de USD 6 mil millones (10,5% del PIB), pero ligeramente inferior a la del año previo (10,6% del PIB). Destacó en esta ocasión las mayores salidas netas por transporte y cargos por uso de propiedad intelectual.

En 2017 el déficit del ingreso primario creció 9,9%, consecuente con los niveles de endeudamiento público y privado del país. Contribuyó a este resultado el incremento en la renta de la inversión directa, por el mayor pago de dividendos. Así, la brecha de ingreso primario constituye el principal determinante del déficit en cuenta corriente, ya que supera los resultados positivos de las cuentas de bienes y servicios y de ingreso secundario.

Los flujos financieros ascendieron a *USD* 1.348 millones (*USD* 180 millones más que el año previo), a pesar de que los bancos comerciales presentaron salidas netas por *USD* 572 millones²⁰. Los ingresos netos al sector privado fueron *USD* 1.645 millones, producto de una entrada similar de flujos de inversión directa y menores salidas del resto del sector privado no financiero. Por su parte, el sector público registró una erogación neta por *USD* 297 millones, la cual respondió, principalmente, a operaciones de entidades financieras que aumentaron la tenencia de activos y disminuyeron el saldo de endeudamiento externo.

2.2.4. Finanzas públicas

Según cifras preliminares para el 2017, el déficit financiero del Sector Público Global Reducido fue 5,6% del PIB, 0,8 p.p. superior al registrado en 2016. Este resultado combina la desmejora en las finanzas del Gobierno Central y el menor superávit de la muestra de entidades del sector público no financiero.

El Gobierno Central acumuló un déficit financiero de 6,2% del PIB (5,3% el año previo), producto del mayor crecimiento del gasto total (9,1%) respecto al de la recaudación tributaria (5,3%). Los ingresos y gastos primarios (excluido el servicio de intereses) ubican el déficit primario en 3,1% del PIB (2,4% un año antes).

Cuadro 5. Resultado Financiero Sector Público Global ^{1/}
% del PIB

	Dic-16	Dic-17
Sector Público Global	-4,8	-5,6
Banco Central	-0,6	-0,4
Sector Público no Financiero	-4,2	-5,2
Gobierno Central	-5,3	-6,2
<i>Resultado Primario</i>	-2,4	-3,1
Resto del SPNF	1,1	1,0

^{1/} Estimación de BCCR para el Resto Sector Público no Financiero.

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

²⁰ Estas entidades constituyeron activos externos por *USD* 365 millones, particularmente en el primer semestre y, redujeron pasivos por *USD* 217 millones, en especial durante la segunda parte del año.

En la expansión del gasto fueron determinantes los rubros de gastos de capital (en especial, transferencias al Consejo Nacional de Vialidad) y el pago de intereses; en menor medida incidieron las transferencias corrientes (8,8%)²¹ y las remuneraciones (5,2%). En cuanto al incremento en el servicio de intereses²², en especial de la deuda interna, éste continuó evidenciando las consecuencias de la tendencia creciente de la razón de deuda a producto.

Por su parte, los ingresos desaceleraron en el 2017, en especial los componentes de ventas internas y aduanas²³, lo cual estuvo asociado al menor dinamismo de la actividad económica. Asimismo, aunque por tercer año consecutivo la recaudación de renta registró tasas de dos dígitos, ésta desaceleró. En contraste el rubro “otros ingresos tributarios” creció a mayor ritmo y su participación dentro de los ingresos aumentó en 3 p.p. en relación con 2016.

El déficit financiero del Banco Central (según metodología cuentas monetarias) en el 2017 fue equivalente a 0,42% del PIB, inferior en 0,16 p.p. a lo observado un año atrás. Este resultado combina el efecto de mayores ingresos por activos externos (efecto tasas de interés) y menores gastos por operaciones de mercado abierto y gestión de liquidez. Es preciso indicar que la reducción del déficit del Banco Central ha apoyado la estabilidad de precios (ver Recuadro 1).

Consecuente con un déficit financiero recurrente²⁴ el saldo de la deuda pública continuó su trayectoria creciente y, para el 2017 representó 65,1% del PIB, para un incremento de 2,6 p.p. con respecto a la razón de 2016.

En el caso del Gobierno Central, la razón de deuda a PIB fue 49,2% (45% a diciembre 2016). En 2017 la Tesorería Nacional atendió mayoritariamente sus requerimientos mediante la colocación neta de bonos deuda interna, en mayor medida, en bancos y sector privado.

²¹ De las transferencias al sector público destacan: Fondo Especial de Educación Superior, Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares y CCSS y, de las del sector privado, sobresalen las pensiones con cargo a Presupuesto (las del Magisterio Nacional que representan casi 80% de esta partida).

²² En 2017 el pago de intereses representó el 16,5% del total de gastos (15% en 2016).

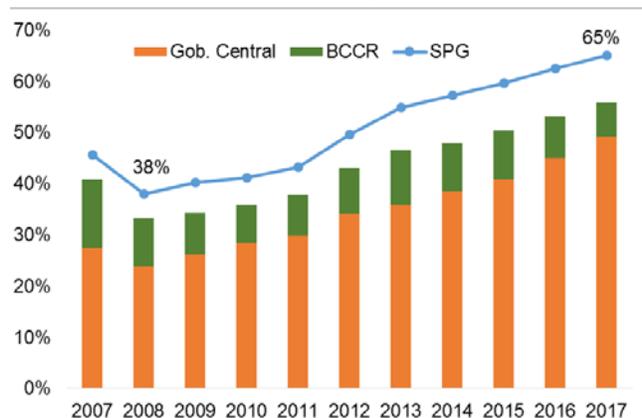
²³ Efecto, especialmente, de la menor importación de vehículos en 2017.

²⁴ Deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y algunos entes del sector público no financiero.

La trayectoria creciente de la razón de deuda pública a PIB introduce vulnerabilidades para la estabilidad macroeconómica e incide directamente en la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado y en la trayectoria de los macroprecios. Ello amerita acciones urgentes que busquen la solución a esta problemática estructural, con medidas para contener la expansión del gasto y mejorar la recaudación de ingresos (ver Recuadro 2).

Es relevante la aplicación de criterios de racionalización y definición de prioridades para proyectos de inversión pública financiados mediante deuda, toda vez que proyectos rentables desde una perspectiva socio-económica, generan efectos positivos en crecimiento y, aun cuando demanden financiamiento adicional, poseen la capacidad de repagarse.

Gráfico 7. Deuda del Sector Público Global
% del PIB



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

Recuadro 1: Déficit del Banco Central e inflación

De acuerdo con la teoría monetaria, en el largo plazo la inflación es explicada por la presencia, de forma persistente, de excesos monetarios¹; esto no excluye que en el corto y mediano plazo la economía enfrente choques que desvíen la inflación de esa trayectoria de largo plazo².

En la historia económica costarricense, las pérdidas del Banco Central, presentes desde mediados de la década de los setenta³, constituyeron una de las principales fuentes de desequilibrio monetario que, junto con el régimen cambiario de paridad ajustable vigente de 1982 a 2006, explicaron la permanencia de tasas de inflación de dos dígitos durante más de 30 años⁴.

Un exceso monetario se genera cuando el crecimiento en la oferta monetaria supera el de la demanda por dinero⁵. En vista de que el déficit financiero del Banco Central representa una expansión monetaria, la pregunta relevante es si esta expansión conlleva a presiones que ubiquen la inflación en niveles superiores a la meta.

En la medida en que la expansión monetaria originada por las pérdidas del Banco Central no supere el crecimiento de la demanda por base monetaria, no se generarán presiones inflacionarias que amenacen el cumplimiento de la meta. El aumento de la demanda por dinero está en función del crecimiento nominal de la producción (equivalente a la meta de inflación más el crecimiento real).

La situación deficitaria del Banco Central tuvo entre otros orígenes el financiamiento al sector público. En algunos casos el Banco Central incurría en endeudamiento externo, posteriormente canalizaba estos fondos a entidades públicas. Esos recursos se destinaron a financiar proyectos de inversión que, finalmente, no lograron generar los recursos necesarios para pagar esa deuda. Estos préstamos se otorgaron a tasas de interés por debajo del nivel de mercado y con garantía cambiaria, puesto que en esa época el régimen era de tipo de cambio fijo. Esa situación se agravó a inicios de los ochenta cuando la crisis de la deuda externa detonó una crisis cambiaria⁶.

Si bien la posición del Banco Central es persistentemente deficitaria⁷, es posible identificar en el tiempo correcciones significativas a la baja, que se asocian con tasas de inflación que de forma progresiva también bajan.

¹ Según lo expuesto por Milton Friedman (1963), "la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario".

² De acuerdo con la síntesis nekeynesiana, en el corto plazo la inflación puede enfrentar desvíos transitorios con respecto a su tendencia de largo plazo, producto de choques de oferta o de demanda y por las expectativas de inflación.

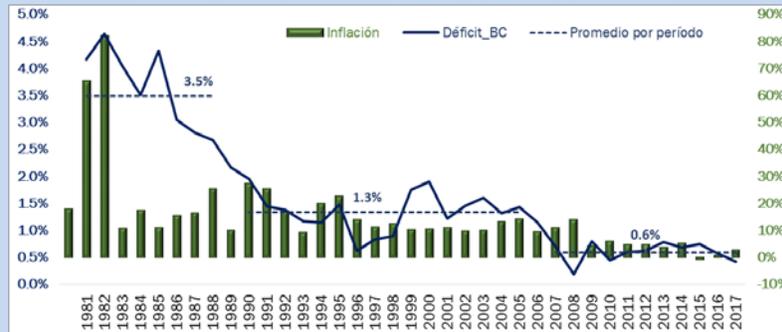
³ Desde mediados de la década de los setenta el Banco Central presenta patrimonio negativo.

⁴ La tasa de inflación promedio anual de 1973 a 2006 fue 18,1%.

⁵ Ver Recuadro 1 de la Revisión del Programa Macroeconómico 2016-2017.

⁶ Mayor detalle se puede consultar en el Capítulo 2 del Informe de inflación de setiembre de 2012.

⁷ Estado de Resultados según la metodología "cuentas monetarias", excluye movimientos por revaluaciones cambiarias que no tienen como contrapartida movimientos en la base monetaria ni en las RIN.

Gráfico 1.1. Déficit del Banco Central e inflación

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Como se mencionó anteriormente, debe analizarse si, dado el comportamiento de la demanda por base monetaria que requiere la economía, la expansión originada por este déficit financiero genera un exceso monetario. En el siguiente cuadro se muestra esta relación para tres períodos en los cuales se identifica una corrección significativa en el tamaño del estado de resultados.

Cuadro 1.1. Déficit del Banco Central e inflación Promedio por período

Período	Déficit BCCR ^a	Tasa de Inflación	Exceso monetario ^b
1981-1989	3,5	28,1	1,3
1990-2006	1,3	14,5	0,2
2007-2017	0,6	5,0	-0,2

^a Como proporción del PIB.^b Diferencia entre el déficit financiero y el cambio efectivo de la base monetaria (demanda por base), % del PIB.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Entre 1981 y 1989, el déficit anual del Banco Central representó en promedio 3,5% del PIB, resultado de la estructura del balance, en que los pasivos con costo superaban los activos con rendimiento; con el agravante de que las tasas de interés que devengaban estos últimos eran inferiores a las tasas pasivas⁸. La expansión monetaria que generó ese déficit en exceso a lo efectivamente requerido por la economía representó en promedio 1,3% del PIB, que se refleja en una alta tasa de inflación.

La renegociación de la deuda externa a finales de los años 80 e inicios de la década de los 90, contribuyó, en gran medida, a corregir el déficit del Banco Central, que se ubicó en 1,3% del PIB como promedio para el lapso 1990-2006; esto significó un ajuste de 2,2 p.p., el resultado fue un exceso monetario de 0,2% del PIB en promedio. La inflación promedio de ese período se redujo de forma considerable, sin embargo continuó en valores de dos dígitos.

Gradualmente, la estructura del balance del Banco Central cambió, el pasivo externo bajó y se mantuvo el valor de los activos con el sector público, que conforme se fueron cancelando representaban una especie de capitalización de hecho, aunque parcial.

⁸ La Ley Orgánica del Banco Central (Ley 7558), de noviembre de 1995, eliminó la posibilidad de que el Banco Central financie al Gobierno (artículo 59).

A inicios de la década de los noventa la apertura de la cuenta de capitales en el contexto de un régimen cambiario de paridad ajustable, hace evidentes las implicaciones de la trinidad imposible⁹, que estuvieron presentes hasta el abandono del régimen cambiario de paridad ajustable.

La aprobación y entrada en vigencia de la nueva Ley Orgánica del Banco Central estableció la capitalización parcial que recibiría por parte del Gobierno (artículos 175 y 175 bis¹⁰). El ingreso de recursos por este concepto se dio a lo largo del lapso 1998 a 2004, y permitió una mejora sustancial en las cuentas patrimoniales de esta entidad y una estructura del balance con menor exposición ante variaciones cambiarias.

La estructura del balance de esta Entidad ha cambiado de forma sustancial, sus activos rentables ahora superan los pasivos con costo. Sin embargo, el costo de estos últimos sigue siendo superior a la rentabilidad que percibe por los activos.

Con la entrada en vigencia de la banda cambiaria en octubre de 2006, y con un mercado cambiario superavitario, el Banco Central intervino comprando el exceso de divisas en defensa del límite inferior de esa banda. Con ello incrementó sus reservas internacionales a precios considerablemente por debajo de aquellos que hubiera enfrentado bajo un esquema de paridad ajustable.

Posteriormente, durante el período de la crisis financiera internacional, debió defender el límite superior de la banda, vendiendo divisas; esto representó una ganancia de capital, por tanto una capitalización parcial “de hecho” equivalente a 0,2% del PIB de 2009.

La mayor flexibilidad cambiaria producto del establecimiento de un régimen de banda a partir de octubre de 2006 y de flotación administrada en enero de 2015, amplió el espacio para el control monetario mediante el uso de instrumentos como la TPM, además de eliminar una de las fuentes estructurales de creación de liquidez en la economía.

Finalmente, se debe destacar la contribución que han tenido las medidas orientadas a mejorar la eficiencia operativa del Banco Central y la estrategia de administración de sus pasivos.

A partir de 2007, este déficit como proporción del PIB se ubica en torno a 0,6% en promedio y, contrario a lo observado en los lapsos previamente comentados, no generó excesos monetarios.

En ese sentido es posible indicar que el Banco Central tiene un nivel de pérdidas que no presiona para que la inflación sea mayor a la establecida en los programas macroeconómicos.

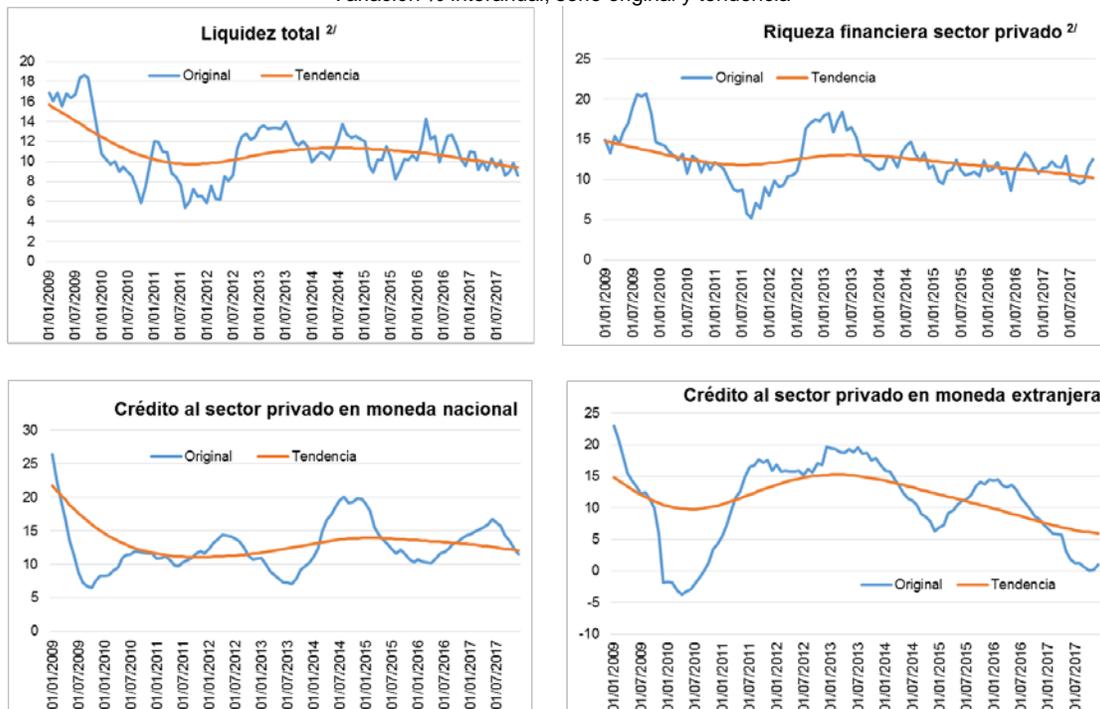
⁹ En un contexto de apertura de la cuenta de capitales, aumentos en la tasa de interés interna incentivan el ingreso de capitales del exterior; cuando existe algún grado de compromiso por parte del banco central con la paridad cambiaria (régimen de tipo de cambio fijo o paridad ajustable), el ingreso de recursos externos puede llevar a monetizaciones cuyo efecto el banco central debe neutralizar. Esto reduce la efectividad y eleva el costo del control monetario.

¹⁰ Aprobado en 2001 mediante Ley 8116.

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

En procura de la estabilidad interna y externa de la moneda nacional, el Banco Central, en los últimos años, ha tomado medidas para mejorar el control de las fuentes estructurales de expansión de liquidez²⁵, por lo que los agregados monetarios y crediticios, han evolucionado de manera congruente con el nivel de actividad económica, la meta de inflación y el incremento gradual en el nivel de profundización financiera (gráfico 8). Lo anterior significa que por la vía monetaria no se han generado presiones inflacionarias en exceso a su meta.

Gráfico 8. Agregados monetarios y crédito al sector privado^{1/}
Variación % interanual, serie original y tendencia



^{1/} Tendencia estimada con el Filtro de Hodrick-Prescott, $\lambda=23000$, con datos hasta noviembre del 2017.

^{2/} Sin efecto de variación en el tipo de cambio.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Banco Central reconoce que la dolarización de la economía costarricense ha sido un proceso asociado, en parte, a la mayor inserción del país en los mercados internacionales (las actividades vinculadas al comercio exterior, por su naturaleza, toman crédito y constituyen ahorro en moneda extranjera). Sin embargo, también ha señalado que bajo ciertas circunstancias la elevada dolarización incrementa los riesgos para la estabilidad del sistema financiero, sustentado, básicamente en dos razones.

²⁵ Principalmente en materia de déficit financiero y régimen cambiario.

Por un lado, la dolarización influye en el diseño de la política monetaria y en su efectividad para controlar la inflación. Por otro, cerca del 70% del crédito en moneda extranjera ha sido canalizado a deudores cuya principal fuente de ingresos es en colones; así esa falta de correspondencia (crédito en dólares e ingreso del deudor en colones) introduce riesgos de crédito (mora), cambiario y de liquidez ante modificaciones en el tipo de cambio no anticipadas o la suspensión súbita de financiamiento externo²⁶, lo que compromete la estabilidad financiera.

En el 2017, particularmente en la primera mitad del año, los agentes económicos mostraron mayor preferencia por instrumentos de ahorro en dólares y aceleraron la desdolarización del crédito²⁷. Ello exacerbó la demanda por divisas y contribuyó a generar presiones alcistas sobre el tipo de cambio y las expectativas de variación cambiaria.

Cuadro 6. Agregados monetarios y crédito al sector privado ^{1/}

Promedio de la variación interanual en %

	Medio circulante ampliado ^{2/}			Liquidez total			Riqueza financiera total			Crédito sector privado		
	Colones	Dólares ^{3/}	Total ^{4/}	Colones	Dólares ^{3/}	Total ^{4/}	Colones	Dólares ^{3/}	Total ^{4/}	Colones	Dólares ^{3/}	Total ^{4/}
2016												
I semestre	20,6	5,9	14,6	16,0	4,9	11,8	13,0	4,7	10,6	10,7	13,7	12,0
II semestre	15,3	5,1	11,3	11,9	10,2	11,3	9,7	15,7	11,3	13,1	9,4	11,5
Anual	17,9	5,5	12,9	14,0	7,5	11,5	11,3	10,2	10,9	11,9	11,5	11,7
2017												
I semestre	5,1	6,8	5,7	8,2	13,4	10,1	9,2	19,6	12,0	15,5	4,8	10,8
II semestre	0,0	6,3	2,3	9,3	9,2	9,3	10,4	14,1	11,4	14,0	0,6	8,3
Anual	2,5	6,5	4,0	8,8	11,3	9,7	9,8	16,8	11,7	14,8	2,7	9,6

^{1/} Comprende Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, empresas financieras no bancarias, mutuales de ahorro y préstamo y Caja de Ande. Información de BCCR al 31/12/17, bancos al 28/12/17 y del resto de intermediarios financieros a octubre 2017.

^{2/} Incluye numerario en poder del público y depósitos (colones y dólares): cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.

^{3/} Expresado en dólares estadounidenses.

^{4/} Valoración en colones de la moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Dado lo anterior, el Banco Central adoptó acciones tendientes a restituir el premio por ahorrar en colones, mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y estabilizar las condiciones en el mercado cambiario, en particular:

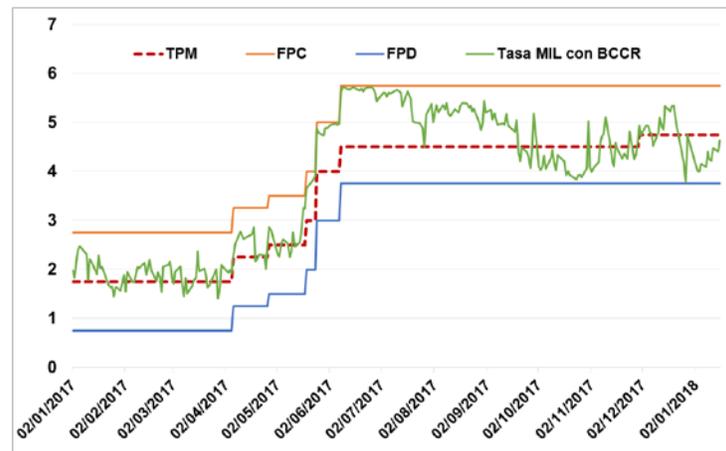
²⁶ Si bien un saldo alto de RIN es blindaje para la estabilidad del sistema financiero ante choques externos, ello tiene costos para el Banco Central y, por ende, para la sociedad.

²⁷ Además del comportamiento al alza en el tipo de cambio influyó la reducción en la diferencia entre el costo financiero de los préstamos en moneda nacional respecto al de créditos en moneda extranjera y las medidas tomadas por parte del Banco Central y el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero tendientes a desestimular la dolarización financiera.

- i) Aumentó la TPM de 1,75% a 4,75% (300 p.b., entre abril y noviembre de 2017)²⁸ y, de manera consecuente ajustó la estructura de rendimientos de sus instrumentos de deuda, para mejorar el premio por ahorrar en colones.
- ii) Activó la intervención cambiaria “entre días”, para lo cual dispuso de hasta USD 1.000 millones de sus activos de reserva.
- iii) Habilitó la captación de fondos mediante depósitos electrónicos a plazo en moneda nacional y en moneda extranjera, en este último caso únicamente para intermediarios financieros.
- iv) Solicitó un crédito de apoyo de balanza de pagos con el Fondo Latinoamericano de Reservas, por USD 1.000 millones, el cual fue aprobado por ese Organismo el 02 de octubre de 2017.

La reacción de los agentes económicos fue la esperada: el proceso de desdolarización financiera (ahorro y crédito) continuó en el segundo semestre y las condiciones del mercado cambiario se estabilizaron. No obstante, cifras preliminares para las últimas semanas de 2017 dan indicios de una contención de ese proceso de desdolarización financiera²⁹.

Gráfico 9. Tasa de interés promedio ponderada en MIL (%)



TPM: Tasa de política monetaria, FPC: Facilidad de crédito, FPD: Facilidad de depósito.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cabe indicar que la transmisión de los ajustes en la TPM ha sido disímil según instrumento financiero; en los de corto plazo fue inmediata, pero en otros ese traslado aún no ha concluido.

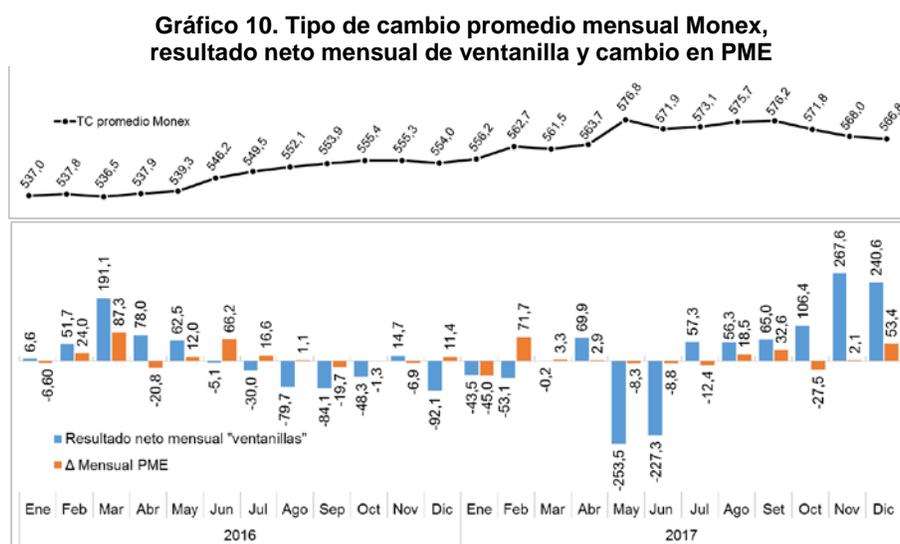
²⁸ Los ajustes en la TPM tomaron en consideración, entre otros: (i) el valor medio de las expectativas de inflación a 12 meses se mantenía cercano al límite superior del rango meta de inflación; (ii) la holgura en la capacidad de producción tendía a agotarse y, (iii) la presión al alza en el tipo de cambio introdujo riesgos de que las expectativas inflacionarias se ubicaran por encima del rango meta.

²⁹ Desde octubre la participación relativa del crédito en colones ha estado en torno a 60,2% de la cartera total.

Además, esa transmisión se ha dado en un entorno de ausencia de medidas de ajuste fiscal, por lo que la mayor presión del Gobierno en el mercado local para atender sus obligaciones financieras, se manifestó con mayor intensidad en las últimas semanas del año, con incrementos en sus tasas de captación en colones y dólares.

Del mercado cambiario destacaron los siguientes hechos:

- i) En el 2017 el colón acumuló una depreciación de 2,5% (3,3% en 2016); no obstante, su comportamiento fue diferenciado entre semestres. Mientras el primero mantuvo las presiones al alza observadas desde el 2016, en la segunda mitad del año ese comportamiento reversó.



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

- ii) Las presiones al alza en el tipo de cambio durante el primer semestre del año fueron consecuentes con una mayor demanda por divisas, manifiesto en resultados deficitarios en el mercado privado de cambios ("ventanillas"). Este incremento en la demanda estuvo vinculado con operaciones financieras (mayor dolarización del ahorro financiero y una aceleración de la desdolarización del crédito). Las presiones al alza se concentraron en el segundo trimestre del año, alcanzado hacia el 24 de mayo una depreciación interanual de 9,2%.

Los movimientos abruptos en el tipo de cambio y no consecuentes con la evolución que dictaban los determinantes macroeconómicos de este precio, llevaron al Banco Central a activar el mecanismo de intervención “entre días”, para lo cual dispuso de hasta *USD* 1.000 millones de sus activos de reserva. Esta medida aunada a los ajustes en tasas de interés contribuyó a estabilizar el mercado cambiario.

Las ventas por estabilización cambiaria ascendieron a *USD* 771 millones en el año (*USD* 301,2 millones un año antes) y estuvieron concentradas en los meses de mayo y junio (*USD* 227,6 millones y *USD* 252,6 millones respectivamente).

- iii) Hacia el segundo semestre de 2017 las condiciones del mercado cambiario fueron consecuentes con los patrones de regularidad temporal que le caracterizan. El resultado neto del mercado privado fue superavitario en *USD* 762 millones. Ello permitió al Banco Central atender el requerimiento neto del Sector Público no Bancario (SPNB) y restituir las divisas vendidas en el pasado a dichos entes.

En resumen, el Banco Central participó en el mercado cambiario de acuerdo con el comportamiento de los flujos de oferta y demanda. En el primer semestre con ventas de divisas en procura de evitar movimientos abruptos en el tipo de cambio y no justificados con sus determinantes macroeconómicos y, en el segundo semestre con operaciones de compra que permitieron no solo atender el requerimiento del SPNB, sino también restituir reservas internacionales.

3. PROGRAMA MACROECONÓMICO 2018-2019

3.1. Objetivos y medidas de política

Las condiciones inflacionarias en Costa Rica continúan favorables. La inflación general retornó recientemente al rango meta y se anticipa que, en la mayor parte del período proyectado se mantenga dentro de ese rango. En este proceso contribuyó la ausencia de presiones provenientes de la expansión de la demanda agregada y los avances en la consolidación de la credibilidad del Banco Central.

Así, la Junta Directiva del Banco Central reitera su compromiso con la meta de inflación de largo plazo definida en 3%, con un margen admisible de desvío de ± 1 p.p. Las acciones de política en este bienio, por tanto, están encaminadas a cumplir esa meta; de ellas destacan las siguientes:

- i) Dar por concluida la transición gradual hacia un esquema monetario de metas de inflación. Esta decisión, tomada mediante artículo 5 de la misma sesión de Junta Directiva en que se aprueba este Programa, reafirma el compromiso institucional con la estabilidad de precios y, formaliza el actuar de la Autoridad Monetaria en los últimos años.

Con un enfoque prospectivo el Ente Monetario realizará los ajustes requeridos en sus instrumentos de política, moderando las fluctuaciones del ciclo económico y tomando en consideración el impacto de esas medidas sobre otras variables macroeconómicas.

Las decisiones se tomarán partiendo del análisis de la coyuntura y de las perspectivas económicas, del pronóstico y de las expectativas de inflación frente a esa meta y de cuán transitorio pueda ser el desvío con respecto a la meta (por ejemplo, un choque de oferta que incremente el precio de los bienes agrícolas).

- ii) Continuar con una gestión activa de su deuda, manteniendo cercana coordinación con el Ministerio de Hacienda.
- iii) Participar como agente del sector público no bancario para la gestión de su demanda de divisas e intervenir en el mercado cambiario para atender requerimientos propios o con el fin de evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio; procurando a su vez que esas acciones no interrumpan la tendencia que dictan las variables fundamentales de este macroprecio.

- iv) Mejorar el servicio de prestamista de última instancia en moneda nacional y establecer la facilidad de crédito en moneda extranjera sustentada en el fondo de contingencia de liquidez en dólares en el Banco Central.
- v) Promover la mejora continua de los procesos operativos de los mercados de negociación en los que participa.

3.2. Proyecciones macroeconómicas 2018-2019

Para el bienio 2018-2019 se espera continúe la recuperación de las condiciones económicas mundiales.

En particular: i) el crecimiento económico se estabilizará en torno a 3,9%, ii) aun cuando está previsto un incremento en el precio de materias primas (petróleo, en específico), en la mayoría de economías avanzadas la inflación se mantendría en torno al objetivo y, iii) los mercados financieros mostrarán una relativa estabilidad, en un contexto de gradual normalización de la política monetaria en economías avanzadas.

Cuadro 7. Principales variables internacionales
Porcentajes

	2016	2017	Proyecciones	
			2018	2019
Crecimiento del producto				
Mundial	3,2	3,7	3,9	3,9
Economías avanzadas	1,7	2,3	2,3	2,2
Estados Unidos	1,5	2,3	2,7	2,5
Zona del euro	1,8	2,4	2,2	2,0
Mercados emergentes y en desarrollo	4,4	4,7	4,9	5,0
China	6,7	6,8	6,6	6,4
América Latina y Caribe	-0,7	1,3	1,9	2,6
Brasil	-3,5	1,1	1,9	2,1
Costa Rica ^{1/}	4,2	3,2	3,6	3,9
PIB principales mercados de exportación ^{2/}	2,3	2,8	2,8	2,5
Inflación mundial (IPC)				
Economías avanzadas	0,8	1,7	1,9	2,1
Mercados emergentes y en desarrollo	4,3	4,1	4,5	4,3
Precio del petróleo (USD) ^{3/}	53,1	62,9	74,4	70,2
Variación términos de intercambio	2,9	-2,2	-1,2	0,4
Libor 6 meses	1,3	1,8	2,4	2,5

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

^{2/} Ponderado por los flujos de exportación acumulados a setiembre 2017.

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del FMI (Enero 2018) y Bloomberg.

Bajo este marco, las previsiones de crecimiento económico para Costa Rica se ubican en 3,6% para el 2018 y en 3,9% un año después.

Varios factores incidirían en el comportamiento del PIB en este bienio. Por un lado, el gasto interno impulsaría el crecimiento, ante el aumento en el ingreso disponible y la relativa estabilidad en los términos de intercambio; ese efecto en parte mitigaría las implicaciones del incremento en tasas de interés observado hasta el momento así como el que pueda surgir de las presiones que ejerza el Fisco en el mercado local para financiar su creciente demanda por fondos prestables. Por otro, la demanda externa continuará contribuyendo al crecimiento, principalmente aquella proveniente de economías avanzadas.

Por actividades, el crecimiento económico en el 2018-2019 mantiene el impulso de los servicios y, en menor medida de la manufactura³⁰. En cuanto a los servicios, destacan aquellos clasificados en profesionales, científicos, técnicos, administrativos y servicios de apoyo³¹; enseñanza y actividades de salud humana, información y comunicaciones; y actividades financieras y seguros.

La construcción se recuperaría en el bienio 2018-2019, en ese orden 1,3% y 1,5% (-6,4% en 2017).

En 2018 respondería a mejoras en obras con destino público³². Por su parte, en 2019 el crecimiento se sustenta en el mejor desempeño de la construcción con destino privado, en tanto se prevé una caída de 4,5% en la obra pública, debido al efecto base de comparación asociado a la conclusión de la primera fase de TCM así como de infraestructura educativa.

Cuadro 8. PIB y valor agregado por industria

	Variación % interanual		
	2017	2018	2019
Producto Interno Bruto real	3,2	3,6	3,9
Agricultura, silvicultura y pesca	3,8	2,3	3,0
Manufactura	3,8	3,9	4,3
Construcción	-6,4	1,3	1,5
Comercio y reparación de vehículos	3,1	2,4	3,6
Información y comunicaciones	7,4	7,5	6,4
Actividades financieras y seguros	5,8	6,2	6,0
Activ. prof., cient., técnicas, admin. y serv. apoyo	5,8	5,9	5,7
Enseñanza y atención de la salud	2,8	2,6	2,6
Resto ^{1/}	2,6	3,2	3,6

^{1/} Minas y canteras, electricidad, agua, transporte, almacenamiento, alojamiento, servicios de comida, inmobiliarias, administración pública, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Para la actividad agropecuaria está prevista una desaceleración (2,3% y 3,0% para 2018 y 2019, en ese orden, desde 3,8% el año previo). En ello influiría el impacto negativo de las condiciones climatológicas presentes en 2017: i) la tormenta tropical Nate afectó negativamente productos de ciclo corto para comercialización local (granos básicos, hortalizas, tubérculos y legumbres) y, ii) el fenómeno de La Niña³³ que inició en setiembre 2017 y se estima se extienda durante el primer cuatrimestre de 2018.

³⁰ El incremento en manufactura respondería tanto a actividades de empresas adscritas a regímenes especiales como del régimen definitivo.

³¹ En ambos años destacan los servicios exportables de consultoría en gestión financiera, recursos humanos, comercialización, actividades administrativas y apoyo de oficina, así como los destinados a la demanda interna relacionados con publicidad y estudios de mercado.

³² De los proyectos con destino público destacan en 2018: i) la Terminal de Contenedores de Moín (TCM), cuya primera fase concluye a principios de 2019; ii) infraestructura educativa (Fideicomiso de Infraestructura Educativa del Ministerio de Educación Pública); iii) los proyectos geotérmicos Pailas II y Borinquen I y obras de transmisión de energía y; iv) desarrollos en la Planta de Emulsiones Asfálticas El Alto.

³³ El calentamiento en el Caribe y enfriamiento en el Pacífico ha ocasionado indirectamente mayor flujo de humedad de sur a norte y como consecuencia la intensificación de las lluvias en las costas del Pacífico (*Boletín especial del Fenómeno ENOS, Fase Actual: La Niña. Informe Especial, noviembre 2017. Instituto Meteorológico Nacional*).

Según componentes del gasto, la demanda interna crecería 3,4% y 3,8% en 2018-2019 respectivamente, en mayor medida, por el aporte del consumo privado y la inversión. Lo anterior es coherente con la evolución esperada de las actividades económicas que producen para el mercado interno.

Las ventas al exterior mantendrían similar variación

que en 2018 (4,9%); no obstante, aceleran un año después, congruente con el crecimiento previsto para nuestros socios comerciales. Por su parte, las importaciones crecerían en términos reales 4,2% y 5,9% en 2018 y 2019 respectivamente, acorde con el aumento esperado en la demanda de insumos (materias primas y bienes de capital) para manufactura y construcción.

Durante el lapso en comentario aumentaría el ingreso nacional disponible (3,2% en 2018 y 4,2% un año después), asociado al crecimiento económico y la relativa estabilidad en los términos de intercambio (-1,2%³⁴ y 0,4% en el orden respectivo).

En el contexto de las previsiones para el entorno económico nacional e internacional, se estima que el déficit de cuenta corriente sería equivalente a 3,3% del PIB en 2018 y a 3,1% doce meses después. Esta brecha sería financiada, en su totalidad con flujos de ahorro externo de largo plazo, principalmente asociados a inversión directa.

En particular, la cuenta de bienes presentaría un déficit en torno a 9,2% y 9,5% del PIB en ese bienio. Por un lado, habría un aumento en el valor de las importaciones de 6,1% y 6,0% en cada año, asociado al mayor nivel de actividad económica local y el aumento previsto en los precios internacionales de materias primas³⁵. Por otro, en línea con los pronósticos de crecimiento mundial, el valor de las exportaciones aumentaría 5,6% y 6,4% en los dos años de pronóstico; en buena medida relacionado con el incremento en las ventas tanto de empresas de zona franca y perfeccionamiento activo como del régimen definitivo, en especial de manufactura y en menor medida de ventas agrícolas (piña y banano).

Cuadro 9. Demanda y oferta globales

Variación % interanual

	2017	2018	2019
Producto Interno Bruto	3,2	3,6	3,9
1 Demanda interna	2,6	3,4	3,8
a. Consumo privado	2,6	3,5	4,0
b. Consumo de gobierno	2,9	2,4	2,3
c. Inversión	-3,1	2,3	5,1
d. Variación de Inventarios (% PIB)	0,7	1,1	1,3
2 Exportaciones	4,9	4,9	6,2
Bienes	5,8	5,3	5,9
Servicios	3,6	4,4	6,5
3 Importaciones	3,0	4,2	5,9
Bienes	1,6	3,5	5,7
Servicios	9,4	7,1	7,1

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

³⁴ Deterioro principalmente en los precios relativos de bienes.

³⁵ Las compras de mercancías generales (excluidos hidrocarburos) subirían 5,2% en 2018 y 7,4% el siguiente año, mientras la factura petrolera aumentaría 16,6% en 2018 y disminuiría 6,9% en 2019. Sobre este último aspecto cabe señalar que las previsiones contemplan el aumento en el valor unitario del barril de coctel de 18,2% en el 2018 y la reducción de 5,6% en el 2019.

En el período 2018-2019, se espera que la cuenta de servicios continúe compensando el desbalance de la cuenta de bienes, con superávit equivalentes a 10,6% y 11,1% del PIB en cada año. De esa venta de servicios destacan los flujos de turismo receptivo, servicios de apoyo empresarial y telecomunicaciones, informática e información. Es de esperar que las acciones de promoción y atracción de empresas hacia actividades vinculadas con tecnología, información y comunicación contribuyan a mantener el dinamismo de estas actividades.

La evolución de la cuenta de ingreso primario, por su parte, mostraría mayor desbalance, como resultado de la mayor renta de la inversión directa (dividendos y utilidades reinvertidas) y el monto creciente de intereses por la deuda externa, tanto pública como privada. En tanto, está previsto un superávit en la cuenta de ingreso secundario en torno a los USD 500 millones para cada año.

En cuanto a las operaciones financieras, se estiman ingresos netos de recursos por USD 3.149 millones y USD 1.950 millones en el 2018 y 2019, respectivamente. En el primer año destaca el crédito de apoyo a la balanza de pagos para el Banco Central proveniente del FLAR (USD 1.000 millones) y el ingreso de recursos de entidades financieras (activos externos netos). Por su parte, el flujo neto para el sector privado presentaría magnitudes similares a las observadas el año previo, por inversión directa sino también de otros flujos financieros.

En 2019 el flujo de financiamiento para sector público se prevé de menor cuantía, influido en parte por el pago de la primera amortización del principal del crédito del FLAR (USD 500 millones). Por su parte, si bien Costa Rica continuaría con ingresos por inversión directa similares a los años anteriores (alrededor de 5% del PIB), consecuente con un entorno de menor liquidez internacional, el financiamiento proveniente de otros flujos financieros para el sector privado sería por montos menores que los resultantes en el bienio 2017-2018.

Cuadro 10. Balanza de Pagos ^{1/}

Millones de USD y % del PIB

	Proyecciones		
	2017	2018	2019
I Cuenta corriente	-1.808	-2.017	-1.901
A. Bienes	-5.189	-5.563	-5.857
Exportaciones FOB	10.897	11.508	12.245
Importaciones CIF	16.086	17.071	18.103
Hidrocarburos	1.371	1.598	1.488
B. Servicios	6.048	6.401	6.880
Viajes	2.966	3.150	3.459
C. Ingreso Primario	-3.148	-3.341	-3.410
D. Ingreso Secundario	482	486	487
II Cuenta de Capital	41	34	35
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1.767	-1.983	-1.866
III Cuenta financiera	-1.348	-3.149	-1.950
Sector Público	297	-1.388	-727
Sector Privado	-1.645	-1.761	-1.223
Pasivos de Inversión Extranjera Directa	-2.900	-3.020	-3.150
IV Activos de Reserva	-419	1.166	84
Relaciones respecto al PIB			
Cuenta Corriente	-3,1	-3,3	-3,1
Cuenta de Bienes	-9,0	-9,2	-9,5
Balance de Servicios	10,5	10,6	11,1
Balance de Ingreso Primario	-5,5	-5,5	-5,5
Cuenta Financiera	-2,3	-5,2	-3,2
Pasivos de Inversión Directa	-5,0	-5,0	-5,1
Saldo RIN	12,4	13,8	13,6

^{1/} Cifras preliminares para 2017 y proyecciones para 2018-2019.

La evolución prevista en las transacciones reales y financieras llevaría a una acumulación de activos de reserva en 2018 y 2019 de *USD* 1.166 millones y *USD* 84 millones respectivamente, con lo cual el saldo de RIN se ubicaría en 13,8% y 13,6% del PIB en cada caso.

Por otra parte, se prevé un déficit para el Sector Público Global Reducido de 6,6% y 7,4% del PIB para el lapso 2018-2019 y, en el caso particular del Gobierno Central de 7,1% y 7,9%, en ese orden. Las previsiones de este Programa no contemplan la aprobación de reformas fiscales durante este bienio y suponen que la Tesorería Nacional continuará atendiendo los requerimientos de caja y otras obligaciones financieras mediante la colocación de bonos de deuda interna (colones y dólares).

Por su parte, el Banco Central generaría déficit financiero anual en torno a 0,4% del PIB en 2018-2019; en tanto que el resto del sector público no financiero continuaría registrando balances superavitarios de 0,8% del PIB en estos años respectivamente.

Dada la trayectoria creciente de la deuda pública, el financiamiento del déficit fiscal acentuaría ese comportamiento, lo que constituye el principal riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas y por ende, para la estabilidad macroeconómica del país. Esa competencia por fondos prestables no solo restringe el acceso a crédito por parte del sector privado sino también podría limitar el margen de acción del Banco Central.

Esta situación hace urgente la búsqueda de consensos nacionales sobre medidas que procuren una solución al problema estructural de las finanzas públicas (contención de gastos y aumento en los ingresos).

Los costos de la inacción son muchos: presiones al alza en las tasas de interés, incremento en la percepción riesgo país, estrujamiento del crédito al sector privado, reducción en la rentabilidad de la inversión en capital físico y humano, desestímulo al ingreso de capital por inversión extranjera directa y presiones alcistas en inflación. Esas condiciones tienen efectos directos y negativos sobre los flujos de inversión, el crecimiento económico, la generación de empleo y, en general, sobre el desarrollo económico y bienestar de la sociedad costarricense.

Dada la meta de inflación, el comportamiento previsto para las cuentas de producción y del sector externo y el financiamiento requerido por el Gobierno, se prevé que el componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) crezca entre 12% y 13% anual. Ello lleva a una disponibilidad de fondos prestables para la economía que permitiría que el crédito al sector privado crezca alrededor de 6,9% y 8,2% en estos años.

Cuadro 11. Principales variables macroeconómicas

	2017	2018	2019
PIB (miles de mill de ₡)	32.669	34.991	37.608
Tasas de crecimiento (%)			
PIB real	3,2	3,6	3,9
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	2,2	3,2	4,2
Tasa de desempleo ^{1/}	9,4		
Inflación (meta interanual)			
Variación de IPC	2,6	3% (±1 p.p.)	
Balanza de Pagos (% PIB)			
Cuenta corriente	-3,1	-3,3	-3,1
Cuenta comercial (% PIB)	-9,0	-9,2	-9,5
Cuenta financiera	-2,3	-5,2	-3,2
Inversión Directa	-5,0	-5,0	-5,1
Saldo RIN (% PIB)	12,4	13,8	13,6
Sector Público Global Reducido (% PIB) ^{2/}			
Resultado Financiero	-5,6	-6,6	-7,4
Gobierno Central	-6,2	-7,1	-7,9
Resto SPNF	1,0	0,9	0,9
BCCR	-0,4	-0,4	-0,4
Deuda Gobierno Central (% PIB) ^{3/}	49,2	53,6	59,0
Agregados monetarios y crediticios (Variación %) ^{4/}			
Liquidez total (M3)	9,0	9,7	8,7
Riqueza financiera total	12,4	12,4	13,1
Crédito al sector privado	7,0	6,9	8,2
<i>Moneda nacional</i>	11,8	10,9	12,7
<i>Moneda extranjera</i>	0,5	1,0	1,0

^{1/} Al III trimestre de 2017, según Encuesta Continua de Empleo.

^{2/} Estimación del Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.

^{3/} Estimación Modelo de Sostenibilidad Fiscal, Banco Central de Costa Rica.

^{4/} Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

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

Es de esperar que las medidas adoptadas en años recientes por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y el Banco Central incentiven la preferencia por operaciones denominadas en colones. Esta condición estaría apoyada en el proceso gradual de internalización del riesgo cambiario por parte de los agentes económicos.

Como lo ha indicado en ocasiones previas, el Banco Central realizará los ajustes necesarios en sus acciones de política, ante cambios sustantivos en el entorno macroeconómico que obstaculicen el logro de los objetivos propuestos.

3.3. Balance de riesgos

Estas proyecciones macroeconómicas parten de la mejor información disponible a enero de 2018; sin embargo, el Banco Central reconoce que existen eventos en el ámbito externo e interno que, de materializarse, podrían desviar esas proyecciones.

En el campo externo destacan:

- a) *Riesgos de un menor crecimiento de la economía mundial.* Si bien las proyecciones de los principales organismos internacionales señalan un crecimiento económico mundial con mejores perspectivas, tanto en economías avanzadas como emergentes, persisten desafíos de mediano y largo plazo relacionados con:
 - i) Incremento en la incertidumbre geopolítica.
 - ii) Condiciones monetarias menos holgadas en economías avanzadas.
 - iii) Políticas proteccionistas en diversas regiones. Particularmente, en Estados Unidos de América la reforma tributaria³⁶ podría tener efectos que reduzcan el crecimiento, dado el posible incremento en las tasas de interés. A lo anterior se suma, que el ritmo de normalización de la política monetaria podría ser más acelerado que el anticipado.

Un crecimiento económico mundial menor al previsto, en especial de socios comerciales, reduciría la demanda externa costarricense y podría desviar a la baja las proyecciones del PIB, de no ser compensado por la demanda interna. Las presiones inflacionarias por la vía de la brecha del producto disminuirían.

- b) *Precios internacionales de materias primas.* Las proyecciones incorporan una relativa estabilidad en el precio de las materias primas, aunque con precios superiores a los observados en el lapso 2016-2017, en especial de hidrocarburos. No obstante, de presentarse un menor crecimiento mundial podrían surgir presiones a la baja en estos indicadores; en contraste, no se puede desconocer que los mercados de materias primas son sensibles, en especial el de petróleo, a tensiones geopolíticas.

³⁶ La reforma tributaria busca impulsar el crecimiento económico, entre otros, mediante la reducción del incentivo que tienen las corporaciones estadounidenses de domiciliar parte de sus operaciones en países con tratamientos fiscales más favorables.

- c) *Mercados financieros internacionales más volátiles.* Los mercados financieros internacionales mostraron durante el 2017 una relativa estabilidad. Sin embargo, no se pueden descartar episodios de mayor volatilidad, por la respuesta de esos mercados a políticas monetarias menos laxas por parte de los bancos centrales de economías avanzadas (tanto en tasas de interés como en sus balances) que restrinja las condiciones financieras. Aunado a lo anterior, incrementos en la volatilidad podrían incidir sobre los flujos de capital, tipos de cambio y tasas de interés, entre otras variables, más allá de lo previsto en esta programación.

Por su parte, los principales riesgos internos están relacionados con:

- a) *Déficit del Gobierno Central.* El escaso avance en los proyectos de ley de reforma fiscal y el creciente financiamiento requerido por parte del Gobierno Central, propiciarían condiciones financieras más restrictivas ante el aumento en las tasas de interés internas. A ello se adicionan los efectos de una trayectoria creciente de la razón de deuda pública a producto que aumenta la percepción de riesgo por parte de los acreedores del país³⁷.

En un contexto de tasas de interés al alza, además de introducir dificultades para la política monetaria (control de la inflación), afectaría negativamente el nivel de la inversión privada y por ende la actividad económica (ver Recuadro 2).

- b) *Ajustes no ordenados en los macroprecios.*

Un incremento en tasas de interés internacionales mayor al esperado por el mercado podría revertir los flujos de capital, en mayor medida en economías emergentes y en desarrollo. Ello generaría presiones a la depreciación de sus monedas, de lo cual Costa Rica no estaría exenta.

De igual forma, movimientos abruptos en el tipo de cambio afectarían las expectativas de variación cambiaria, con efectos de segunda ronda que se manifestarían en las expectativas de inflación.

³⁷ Calificadores internacionales mencionan como riesgos para Costa Rica: i) la dificultad para financiar el déficit fiscal y la presión que ejerce la deuda pública, ii) que no se logran acuerdos para mejorar las finanzas públicas y iii) señales incipientes de estujamiento de la inversión privada. Deterioros en la calificación del país encarecerían el costo de los recursos (locales y externos), con el consecuente efecto negativo sobre el crecimiento de la producción.

Recuadro 2. Destinos específicos marcan el deterioro fiscal

El desbalance financiero del Gobierno Central es el principal riesgo para la estabilidad interna que enfrenta la economía costarricense.

Al finalizar 2017 ese déficit financiero alcanzó 6,2% del PIB, porcentaje superior en 0,9 p.p. con respecto al año previo. El deterioro respondió, principalmente, al incremento en el déficit primario, en atención a las mayores transferencias corrientes realizadas al sector público.

De esas transferencias, alrededor de la mitad corresponde a disposiciones normativas que debe cumplir el Ministerio de Hacienda:

- Fondo Especial para la Educación Superior (FEES) que este año ascendieron a ¢478.560 millones. Del 8% del PIB destinado constitucionalmente a la educación pública, un 1,5% del PIB debe ser dirigido al FEES.
- Fondo de Desarrollo Social y Asignaciones Familiares (Fodesaf): ¢251.551 millones. De acuerdo con la normativa corresponde transferir el equivalente a 593 mil salarios base del Poder Judicial, ese salario en 2017 fue ¢426.200.
- Patronato Nacional de la Infancia (PANI): ¢49.472 millones. El Ministerio de Hacienda presupuestó un monto superior para 2017 (¢90.000 millones), en cumplimiento del fallo de la Sala Constitucional (15012-2016); siendo el desembolso efectivo según la capacidad de ejecución de esta Entidad. Debe indicarse que esa norma dispone que la transferencia corresponde al equivalente a 7% de lo recaudado por el impuesto sobre la renta, una vez descontada la transferencia mínima al Poder Judicial del 6% de los ingresos corrientes. Esta transferencia crecería según la capacidad de ejecución del PANI.

Cuadro 2.1 Cifras fiscales (% del PIB)

	2016	2017	Diferencia
Ingresos totales	14,7	14,5	-0,2
Ingresos tributarios	13,4	13,4	0,0
Contribuciones sociales	0,5	0,2	-0,3
Ingresos no tributarios	0,1	0,2	0,1
Transferencias	0,7	0,6	0,0
Ingresos de capital	0,0	0,0	0,0
Gasto total	20,0	20,7	0,7
Remuneraciones	7,0	7,0	0,0
Bienes y servicios	0,6	0,7	0,0
Intereses	2,8	3,1	0,3
Transferencias corrient	7,7	7,9	0,3
Gasto de capital	1,8	2,0	0,1
Balance Primario	-2,4	-3,1	-0,6
Balance financiero	-5,3	-6,2	-0,9

Fuente: elaboración propia con base en información del Ministerio de Hacienda.

Por otra parte, los ingresos totales como proporción del PIB decrecieron levemente en el 2017, en ello influyó el efecto base por la incorporación en 2016 de ingresos extraordinarios en la partida de contribuciones sociales, en el tanto los ingresos tributarios se mantuvieron en términos del PIB. Por último, se observó en el 2017 un creciente servicio de la deuda pública, que explicó el resto del incremento en el déficit financiero y que exacerba las necesidades de financiamiento del sector público.

Lo anterior muestra la inflexibilidad estructural que enfrenta el Gobierno para atender gastos crecientes sin que disponga de nuevas fuentes de ingreso.

La magnitud del problema fiscal implica que su financiamiento no es sostenible en el tiempo, ya que la situación de sostenibilidad de la deuda establece como restricción que la porción del pago de intereses de la deuda no cubierta con superávit primario se financia con nueva deuda, esto es:

$$d_t^* = -sp_t + (r - y)_t d_{t-1}$$

Para estabilizar la razón de deuda: $d_t^* = 0$ entonces,

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

donde:

d_t^* : cambio en la razón de deuda a PIB
 r_t : tasa de interés real
 sp_t : superávit primario (% del PIB)
 y_t : crecimiento real del PIB

La interpretación intuitiva de la condición (1) sugiere que estabilizar la razón de deuda a producto y, por tanto que $d_t^* = 0$, requiere que el superávit primario de largo plazo atienda el costo efectivo del servicio de intereses.

Así con la información disponible al término de 2017 el ajuste requerido en las finanzas públicas alcanzaría alrededor de 5 puntos porcentuales del PIB, superior a la magnitud del ajuste estimado en años recientes.

Lo anterior implica que cuanto más se posponga la solución al problema estructural de las finanzas públicas, mayor será el ajuste requerido.

Es por esto que, una vez más el Banco Central hace un respetuoso llamado a la sociedad costarricense sobre la urgencia de lograr los acuerdos necesarios para estabilizar la razón de deuda pública a PIB y así evitar un ajuste macroeconómico no ordenado.

- c) *Mayores expectativas de inflación.* Si bien a diciembre de 2017 alcanzaron casi tres años ancladas sobre el valor medio del rango meta de inflación, el riesgo de mayor efecto de inflación importada sobre los precios locales (en mayor medida por precios del petróleo) y la ausencia de una solución estructural para las finanzas públicas podrían desviarlas del rango meta y provocar presiones adicionales sobre la proyección central de inflación (efectos de segunda ronda).
- d) *Choques de oferta por condiciones climatológicas adversas.* Una mayor variabilidad climática, especialmente en niveles de precipitación y temperatura, aunada a una mayor frecuencia e intensidad de eventos extremos, como el huracán Otto en 2016 y la tormenta Nate en octubre pasado, tiene consecuencias sobre el desempeño de la actividad agropecuaria, la infraestructura vial, los costos de producción y la capacidad de crecimiento de la economía costarricense.