BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Programa Macroeconómico 2017-2018

Junta Directiva

Presidente

Olivier Castro Pérez

Ministro de Hacienda

Helio Fallas Venegas

Directores

Jorge Alfaro Alfaro

Silvia Charpentier Brenes

Victoria Eugenia Hernández Mora

Marta Eugenia Soto Bolaños

Juan Rafael Vargas Brenes

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN 2
2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN 2016 6
2.1. Economía internacional 6
2.2. Economía nacional 9
2.2.1. Inflación 9
Recuadro 1: Aproximación de la tasa de crecimiento del producto potencial. 11
2.2.2. Actividad económica y empleo 14
2.2.3. Balanza de pagos 17
2.2.4. Finanzas públicas 18
2.2.5. Agregados monetarios, crédito, tasas de interés y tipo de cambio 20
Recuadro 2. Patrones estacionales en el mercado cambiario de “ventanillas”. 25
2.2.6. Estabilidad del Sistema Financiero Nacional 27
3. PROGRAMA MACROECONÓMICO 2017-2018 28
3.1. Objetivos y medidas de política 28
Recuadro 3: Monex-Subasta 30
3.2. Proyecciones macroeconómicas 2017-2018 31
3.3. Balance de riesgos 37

PROGRAMA MACROECONÓMICO 2017-2018[1]

1. INTRODUCCIÓN

Este documento[2] presenta los hechos relevantes de la coyuntura económica del país durante el 2016 y las proyecciones macroeconómicas para los siguientes 24 meses, formuladas bajo un marco de política monetaria que procura el cumplimiento de 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.

El compromiso institucional con la estabilidad interna del colón queda plasmado en una meta de inflación de 3% ± 1 punto porcentual (p.p.). Este objetivo, definido como de largo plazo desde el Programa Macroeconómico 2016-2017, corresponde a la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales del país, estimada en 3%[3].

Definir un objetivo de política monetaria de largo plazo tiene ventajas. Por un lado, busca estabilizar la inflación en valores bajos, lo que reduce la pérdida de poder de compra, particularmente en grupos de menores ingresos. Por otra parte, esa estabilidad facilita las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos, con un efecto favorable sobre el nivel de actividad económica y para un crecimiento potencial mayor; promueve la estabilidad de otros macroprecios (tasas de interés, tipo de cambio y salarios) y; crea un entorno apropiado para que otras áreas de la política económica generen resultados compatibles con la mejora en el bienestar de la población.

No obstante, debe recordarse que una inflación baja y estable es condición necesaria, más no suficiente, para promover el crecimiento económico y el empleo. Es indispensable, además, contar con un marco institucional que promueva el incremento en la productividad de los factores de producción y la competitividad de la economía nacional.

---

[1] Aprobado por la Junta Directiva en el artículo 11 del acta de la sesión 5751-2016, del 21 de diciembre de 2016.

[2] El inciso b) del artículo 14 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica establece el compromiso de publicar el programa monetario. A partir de 2007 este informe es denominado Programa Macroeconómico, cuya coherencia es analizada con el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT); mayor detalle en *"El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio"*, DIE-08-2008.
El presente documento atiende, además, el compromiso dispuesto en el literal f) de ese artículo 14, de publicar un informe semestral sobre la evolución de la economía costarricense.

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

Del desempeño macroeconómico costarricense en el 2016 destacó la baja inflación y el crecimiento económico alto, en comparación con el promedio mundial y, en particular, de Latinoamérica. Estos resultados fueron posibles en un contexto local caracterizado por un escaso avance en soluciones al problema fiscal y, en el campo internacional, por episodios de volatilidad en los mercados financieros, influidos por eventos como la decisión del Reino Unido de salir de la Unión Europea y el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos de América.

A nivel local, acorde con lo previsto, la inflación permaneció por debajo del rango objetivo, incluso con valores negativos en el primer semestre de 2016. La reducción de la inflación en Costa Rica ha sido un proceso gradual, altamente influido por medidas adoptadas por el Banco Central en los últimos 15 años[4]. Sin embargo, recientemente este proceso fue reforzado por choques de oferta relacionados con bajos precios internacionales de materias primas y precios de bienes y servicios regulados y de productos agrícolas, que explicaron los desvíos de la inflación del rango objetivo por 20 meses consecutivos.

De manera prospectiva, la disipación del impacto de esos choques de oferta y la evolución de los determinantes macroeconómicos de la inflación en el corto y largo plazo, llevan a estimar que al término del año la inflación interanual estaría en torno a 0,7% y que retornaría gradualmente hacia el rango meta en el 2017.

En ese contexto y, precisamente, porque los determinantes macroeconómicos de la inflación así lo permitían[5], desde inicios de 2015 el Banco Central redujo gradualmente su Tasa de política monetaria (TPM)[6], para ubicarla en 1,75% a partir del 4 de enero de 2016. La transmisión de estos ajustes hacia el resto de tasas de interés del sistema financiero continuó en el 2016, aunque a un menor ritmo en relación con lo observado el año previo. En este entorno, el Ministerio de Hacienda financió localmente sus requerimientos, sin generar presiones sobre las tasas de interés.

Por su parte, el mercado cambiario en el 2016, contrario a lo observado en años previos, presentó menor disponibilidad neta de divisas. Ello puso de manifiesto, entre otros: i) el menor superávit en las operaciones del sector privado, influido en parte por el incremento en la demanda de importaciones asociada al mayor nivel de actividad económica; ii) la acumulación de posición en moneda extranjera por parte de los

[4] De estas medidas destacan: i) la definición del control de la inflación como principal objetivo institucional; ii) el desarrollo de herramientas para entender el fenómeno inflacionario y buscar la coherencia de las cuentas macroeconómicas y; iii) la reducción de fuentes estructurales de inyección de liquidez, entre otras, la migración gradual hacia esquemas cambiarios más flexibles, la capitalización del Banco Central y acciones tendientes a mejorar la gestión de deuda y de liquidez de esta Entidad.

[5] La teoría económica señala que en el largo plazo la inflación es un fenómeno monetario y que en el corto plazo está determinada por las expectativas de inflación y la existencia de presiones de demanda.

[6] En el 2015 aplicó ocho reducciones que sumaron 350 p.b., siendo el último ajuste de 50 p.b., con vigencia a partir del 4 de enero de 2016. La disminución de la TPM fue realizada en un entorno de ausencia de presiones adicionales sobre la inflación por la vía monetaria, un nivel de producción en torno a su valor potencial y expectativas de inflación dentro del rango meta.

intermediarios cambiarios; iii) requerimientos netos del sector público en aumento, dado el menor flujo neto de endeudamiento externo y precios de hidrocarburos más altos en la segunda mitad del año. Todo ello quedó plasmado en una depreciación acumulada del colón de 3,1% al 20 de diciembre último.

El Producto interno bruto real (PIB) aumentó 4,3% en 2016, 0,4 p.p. inferior al del año previo, pero superior a la tasa media de los principales socios comerciales del país (2,6%). Este resultado estuvo determinado, en buena medida, por la demanda interna, en particular, el gasto en consumo privado; sin embargo, en el segundo semestre incidió, además, la recuperación de las exportaciones netas.

Por su parte, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se estimó en 3,5% del PIB (4,5% el año anterior) y, si bien el país dispuso de capitales de largo plazo para financiar esa brecha, el resto de flujos financieros determinó la reducción en el saldo de Reservas internacionales netas (RIN), cuyo nivel alcanzó el equivalente a 13,1% del PIB.

En cuanto a las finanzas públicas, el Gobierno Central registró menores déficit financiero y primario respecto al año precedente. Esta mejora, equivalente a 0,6 p.p. del PIB, estuvo asociada a la evolución favorable de los ingresos (8,9%) y al menor crecimiento de los gastos (5,6%) y puso de manifiesto los esfuerzos administrativos por mejorar la recaudación tributaria y contener el aumento del gasto público.

El Fisco atendió sus requerimientos principalmente con ahorro interno, en condiciones de relativa estabilidad en tasas de interés locales; sin embargo, la razón de deuda pública a PIB continuó su trayectoria creciente, lo cual introduce riesgos para la estabilidad macroeconómica. Es por ello que el Banco Central reitera que es urgente lograr el consenso por parte de los distintos actores de la sociedad costarricense, en la adopción de medidas fiscales de carácter estructural que permitan mitigar esas vulnerabilidades.

En lo referente a los indicadores monetarios y crediticios destacaron tres elementos. En primer lugar, su evolución no incubó presiones de índole monetaria, toda vez que ha sido consecuente con la meta de inflación, el crecimiento económico de largo plazo y el aumento gradual en el nivel de profundización financiera (agregados expresados como proporción del PIB). En segundo término, tanto la liquidez bancaria como el crédito mostraron menores niveles relativos de dolarización. Finalmente, aun cuando el sistema financiero dispuso de recursos altamente líquidos a lo largo del año, éstos fueron administrados de manera activa por el Banco Central.

Para el bienio 2017-2018, en un contexto esperado de crecimiento moderado de nuestros principales socios comerciales, retorno gradual de la liquidez internacional a la normalidad e incrementos ordenados en el precio internacional de materias primas[7], las proyecciones macroeconómicas contemplan lo siguiente:

[7] Si bien el Banco Central da seguimiento a los precios internacionales de materias primas, especial atención recibe el precio del petróleo, altamente sensible a expectativas sobre su oferta y demanda global, por ejemplo, a inicios de diciembre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otras 12

i) El retorno gradual de la inflación en el 2017 al rango meta de largo plazo (3% ± 1 p.p.).

ii) La economía costarricense crecería 4,1% anual en el bienio 2017-2018, impulsada principalmente por la demanda interna; estas proyecciones están asociadas a un déficit en cuenta corriente de 4,3% y 4,0% del PIB respectivamente. El ahorro externo neto hacia el país alcanzaría para financiar esas brechas, por lo que el saldo de reservas internacionales netas registraría incrementos de EUA$47 millones y EUA$276 millones, respectivamente.

iii) El déficit financiero del Gobierno Central alcanzaría el equivalente a 5,9% y 6,0% del PIB en el 2017 y 2018, en ese orden (5,6% para el Sector público global en ambos años). El presente ejercicio no contempla efectos de una eventual aprobación legislativa de proyectos de ajuste tributario; si ello ocurriera el Banco Central evaluará sus efectos y la procedencia de modificar su programación macroeconómica[8].

Por su parte, el Banco Central generaría déficit financiero de 0,5% del PIB en 2017 y de 0,4% del PIB en 2018 y, el resto del sector público no financiero es de esperar registre superávit por el equivalente a 0,8% del PIB anual.

En materia de financiamiento público, el ejercicio supone que al igual que en 2016 el Fisco atendería sus requerimientos con ahorro interno, lo que restringiría la disponibilidad de recursos prestables para el sector privado, con eventuales presiones al alza en tasas de interés. La ausencia de reformas tributarias, que procuren la solución al problema estructural de las finanzas públicas, demanda acciones en el corto plazo para atender el requerimiento incremental de recursos financieros por parte del Gobierno.

Así, en las discusiones de este Programa Macroeconómico el señor Ministro de Hacienda manifestó su compromiso con la estabilidad macroeconómica, por lo que en ausencia de reformas fiscales, señaló que procedería a revisar la estructura y prioridad de gastos de acuerdo con la disponibilidad efectiva de recursos.

iv) Consecuente con el nivel de actividad económica, la meta de inflación y el incremento gradual en el grado de profundización financiera y dado el financiamiento requerido por parte del Fisco, está previsto un incremento en la disponibilidad de recursos prestables al sector privado en torno a 8% anual en el bienio 2017-2018.

naciones productoras acordaron recortar la producción a partir de enero próximo, con el fin de presionar al alza las cotizaciones. Ello tuvo un efecto incremental en el precio en mercados de contado y a futuro.

[8] El 13 de diciembre último la Asamblea Legislativa aprobó en segundo debate el proyecto de ley de Lucha contra el fraude fiscal.

El Banco Central se mantendrá vigilante del comportamiento de los determinantes macroeconómicos de la inflación, para modificar de manera oportuna su postura de política monetaria, tomando en consideración que ésta opera con rezago. Ello significa el eventual uso de instrumentos como la TPM, el encaje mínimo legal y la aplicación de medidas para mejorar el canal de transmisión de su política monetaria.

Además, continuará con una gestión activa de la deuda, manteniendo la coordinación con el Ministerio de Hacienda, sin dejar de lado el compromiso del Banco Central con la inflación.

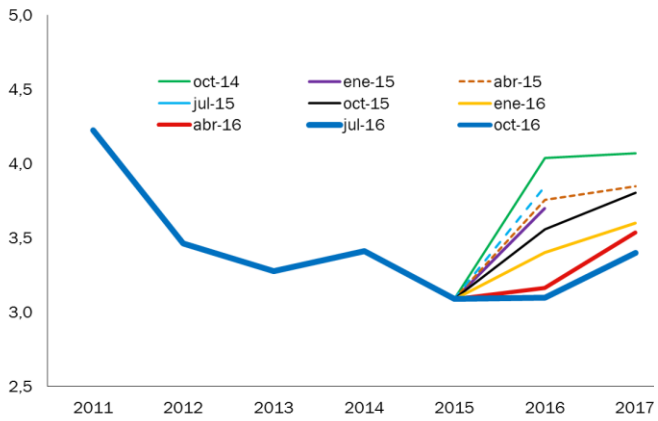
Finalmente, con el objetivo de mejorar el proceso de formación de los macroprecios, el Banco Central seguirá enriqueciendo los flujos de información al público (mercado cambiario, sistema de pagos, entre otros) y mejorando los procesos operativos de los mercados de negociación en los que participa.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA EN 2016

2.1. Economía internacional

Los organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) estiman que para el 2016 el crecimiento mundial será similar al del año previo (3,0%), proyección que ha sido revisada a la baja a lo largo del año (particularmente el FMI en los 12 meses terminados el pasado mes de octubre, la redujo de 3,6% a 3,1%)[9].

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



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

El desempeño de la actividad económica mundial ha estado influido por la mayor incertidumbre en los mercados financieros, el lento crecimiento en la mayoría de economías avanzadas y la desaceleración en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

[9] La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) el pasado 28 de noviembre señaló que estima un crecimiento mundial para 2016 de 2,9%. Esa tasa, todavía baja, estaría influida por una inversión privada aún débil, la desaceleración de la inversión pública y el deterioro de los flujos de comercio mundial. Consideró ese organismo que estos elementos limitaron las mejoras en el mercado laboral, la productividad y los salarios y el mayor impulso al crecimiento económico.

En economías avanzadas, la estadounidense continuó con su proceso de recuperación, con una tasa anualizada de 3,5% en el tercer trimestre de 2016 (aunque estiman que crecerá 1,6% este año), sustentado en el dinamismo de las exportaciones y del gasto en consumo. De manera similar, en Japón la actividad económica aceleró en el tercer trimestre, de 0,7% en el segundo trimestre a 2,2%, principalmente por el incremento del consumo privado y de las exportaciones. Por el contrario, la Zona del Euro luego de crecer 2,1% en el primer trimestre del año (tasa anualizada) registró una tasa media de 1,3% en los siguientes dos trimestres, denotando la debilidad en los indicadores de inversión y consumo (público y privado).

En las economías emergentes y en desarrollo el crecimiento de la producción fue disímil, en razón de las diferencias en niveles de endeudamiento, grado de exposición a salidas de capital y estrujamiento de las condiciones financieras. Así, en China la variación anual fue 7,4% en el tercer trimestre (7,8% en el previo) explicada por el consumo y la orientación de la actividad hacia servicios; mientras que para América Latina, el FMI proyectó una tasa negativa, influida por la recesión de Brasil (-3,3% en el año).

En materia de inflación, las economías avanzadas aún registran niveles por debajo de la meta de sus autoridades monetarias, en mayor medida, por los bajos precios de las materias primas. Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el comportamiento de la inflación fue diferenciado; mientras en algunos países de Asia y Europa continuó en valores reducidos, algunas naciones latinoamericanas presentaron desvíos (al alza) explicados por el efecto de la depreciación de sus monedas, el aumento de impuestos y alzas en precios regulados.

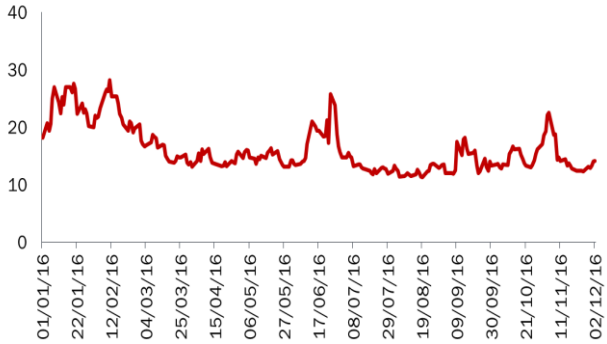
La inflación interanual de los principales socios comerciales de Costa Rica alcanzó, en promedio, 2,0% en los primeros diez meses del año (0,9% en igual período de 2015), 2,2 p.p. superior a la tasa media de inflación local (-0,2%). En términos de la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales (estimada en 3,0%) esa brecha fue en promedio de 3,2 p.p.

En un entorno de baja inflación y lento crecimiento, los bancos centrales de las principales economías avanzadas continuaron con una política monetaria laxa. Por ejemplo, el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América mantuvo el rango de su tasa de interés de referencia en [0,25%, 0,50%] en la mayor parte de 2016[10] y el Banco Central Europeo a partir de marzo ubicó su tasa de referencia en cero.

[10] El Sistema de la Reserva Federal en reunión del 13-14 de diciembre de 2016 aumentó de manera unánime el rango de tasa de interés, para ubicarlo en [0,5%, 0,75%]. Señaló, entre otros, el fortalecimiento del mercado laboral, una recuperación económica modesta en 2017 y que la inflación se mantendría por debajo de la meta de 2%.

Los mercados financieros internacionales iniciaron el 2016 con volatilidad relativamente alta (gráfico 2), en buena medida, asociada a la incertidumbre sobre el inicio y rapidez con la cual se daría el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y sobre el desempeño de la economía global (en especial de China). Esta situación tendió a reducirse en los siguientes meses, ante nuevas medidas de estímulo monetario (por ejemplo, en la Zona del Euro, Japón y China) y la mejora en el ingreso de países productores de materias primas por la recuperación en los precios de esos bienes[11].

Gráfico 2. Índice de volatilidad financiera: VIX



VIX: índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago.
Es un indicador que mide la volatilidad que los agentes esperan durante los próximos 30 días. Valores bajos señalan momentos de estabilidad en el mercado y altos corresponden a episodios de tensión.

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

Además, de manera transitoria hubo eventos puntuales que aumentaron la volatilidad en los mercados financieros como la decisión del Reino Unido de salir de la Unión Europea (en junio), el resultado de la elección presidencial en Estados Unidos de América (en noviembre) y la decisión de la OPEP y otros productores de petróleo de recortar la producción a partir de enero próximo. Todo ello aún genera incertidumbre a nivel mundial sobre los efectos asociados de estos eventos en el desempeño macroeconómico global.

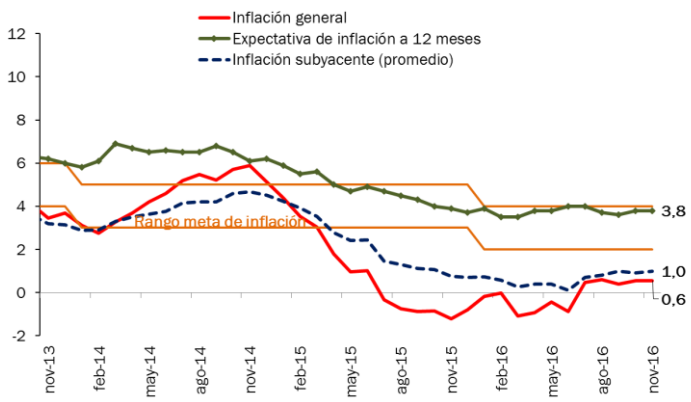
[11] Ante la reducción de los excedentes de oferta mundial de petróleo. Por un lado incidió la desaceleración gradual en la producción de naciones fuera de la OPEP y las interrupciones en la oferta de Nigeria y Canadá (problemas políticos e incendios forestales).

2.2. Economía nacional

2.2.1. Inflación

La inflación, medida con la variación interanual del Índice de precios al consumidor (IPC), presentó valores negativos en la primera mitad del año y positivos, pero bajos, en lo que transcurre del segundo semestre (0,6% en noviembre)[12].

Gráfico 3. Inflación: general, subyacente[1] y expectativas
-variación interanual en porcentaje-



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

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

Este resultado es congruente con lo previsto en el Programa Macroeconómico 2016-2017 y su revisión de julio pasado, cuando señaló que la inflación permanecería por debajo del rango meta, 3% ± 1 p.p., por elementos ajenos a la política monetaria que reforzaron el proceso de desinflación de los últimos años. De los choques de oferta destacaron la reducción en los precios internacionales de materias primas, en un contexto de relativa estabilidad cambiaria.

Por su parte, la inflación subyacente fue en promedio de 0,6% en el lapso enero-noviembre de 2016[13], e indica que no hay evidencia de que por la vía monetaria se estén incubando presiones inflacionarias por encima de la meta del Banco Central.

[12] De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censos, según estructura de consumo por niveles de ingreso de los hogares a octubre de 2016, la inflación interanual fue -0,3%, 0,2% y 1,2% para familias de ingresos bajos, medios y altos, respectivamente (acumuladas de -0,6%, 0,1% y 1,1%, en igual orden). Mayor detalle en http://www.inec.go.cr/economia/temas-especiales-de-economia: *Variación de precios por estrato de ingreso de los hogares.*

[13] La inflación subyacente cuantifica de mejor manera la inflación de largo plazo y sobre la cual la política monetaria tiene influencia. Por lo general excluye las variaciones de precios de corto plazo originadas en choques de oferta.
El indicador para Costa Rica corresponde al 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 agrícolas y combustibles (IEF). Ver http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos *Indicadores de inflación subyacente, base junio 2015.*

Los determinantes de corto plazo de la inflación tampoco señalan presiones en exceso a la meta. Las expectativas de inflación, por un lado, continúan denotando la mejora en la credibilidad del Banco Central (en diciembre el valor medio fue 3,8%[14]) y por otro, la brecha del producto[15] señala la ausencia de presiones de demanda sobre la inflación.

De manera prospectiva, la evolución de los determinantes macroeconómicos de la inflación (de corto y largo plazo), aunado a la disipación del impacto de los choques de oferta hacen prever un retorno gradual hacia el rango meta de precios de la programación macroeconómica en el 2017.

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

	2015	2016	Ponderaciones jun-15
IPC	**-1,2**	**0,6**	
Regulados	-9,4	1,8	16
Combustibles	-25,6	2,9	
Resto	-4,4	1,5	
No Regulados	0,9	0,3	84
Bienes	-3,2	-1,3	53
Servicios	0,8	2,6	47
Subyacente [1/]	0,8	1.0	

[1/] Promedio simple de IEV, IMT, IRV, IRP e IEF.
Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

[14] Según la encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio. El resultado de diciembre es preliminar, con ese valor las expectativas inflacionarias han estado por 21 meses consecutivos dentro del rango objetivo. Este comportamiento es relevante pues la magnitud y frecuencia de los ajustes en precios por parte de los agentes económicos depende, en buena medida, de la inflación que anticipan prevalecerá en el futuro.

[15] La brecha del producto es definida como la diferencia entre el nivel del producto efectivo y el potencial, expresado como porcentaje del producto potencial. El producto potencial corresponde al nivel máximo que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, sin generar presiones inflacionarias.

Recuadro 1: Aproximación de la tasa de crecimiento del producto potencial.

Un banco central interesado en el control de la inflación requiere un indicador que le permita identificar en qué fase del ciclo se encuentra la actividad económica, y estimar el producto potencial contribuye a orientar sobre esta posición cíclica.

El producto potencial de una economía se puede definir como el nivel máximo de bienes y servicios que puede producir sin generar presiones inflacionarias, dada su dotación de recursos productivos y la tecnología disponible en cada momento del tiempo. Es un indicador del nivel del producto real que una economía puede alcanzar en el largo plazo, por tanto su tasa de crecimiento refleja la capacidad potencial de crecimiento sostenible. Su nivel y tasa de variación responden a una serie de factores subyacentes relacionados especialmente de las condiciones de oferta.

La estimación del producto potencial representa un desafío para la modelación puesto que es una variable no observable, por tanto, independientemente del método que se utilice para aproximarlo siempre existirá algún grado de incertidumbre en cuanto a la precisión de la estimación[1].

Además de ello, existen otras fuentes de incertidumbre, por ejemplo, la que proviene de la información estadística disponible sobre el producto efectivo al momento de realizar la estimación; en particular, si la información es definitiva o está sujeta a revisiones.

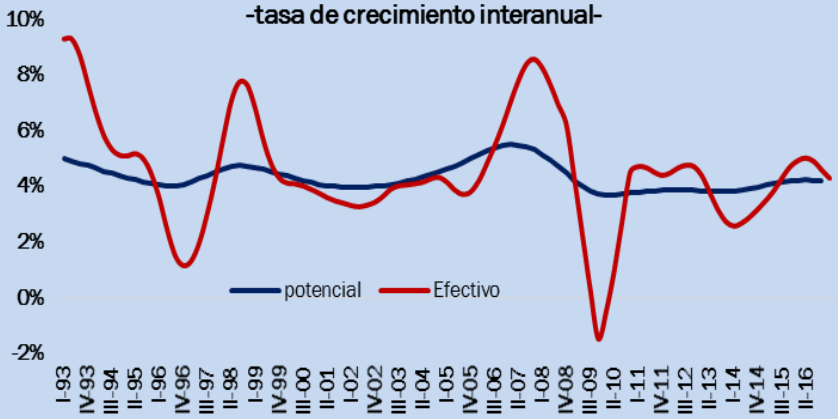
En esta línea, en febrero del 2016 el Banco Central dio a conocer un nuevo cálculo de las cuentas nacionales como resultado del proyecto Cambio de Año Base (CAB). La nueva información se generó utilizando el 2012 como año de referencia y viene a sustituir el cálculo con el año base 1991 vigente hasta ese momento. Ante la disponibilidad de nueva y mejor información del nivel de producción, cabe estimar la capacidad de crecimiento potencial de la economía costarricense.

Considerando información trimestral para el periodo 1991 - 2016, la tasa de crecimiento del producto potencial para Costa Rica es en promedio 4,3%. No obstante, tal como se aprecia en el gráfico 1.1, esta tasa no es constante en el tiempo.

---

[1] Por esta razón la evidencia empírica sugiere utilizar varios métodos para estimarlo, cuyos resultados se ponderan para obtener un indicador de producto potencial que resume la información que brindan las diferentes metodologías. Los métodos de estimación pueden ser estructurales o estadísticas. Dentro de la primera categoría la metodología más ampliamente utilizada es una función de producción, por ejemplo tipo Cobb-Douglas, con el capital físico y el capital humano como insumos de producción. Los métodos estadísticos se refieren a filtros que buscan extraer el componente de tendencia (largo plazo) de una serie de tiempo. Como referencia de las metodologías empleadas por el BCCR puede consultarse, Monge y Vindas (2015) "Combinación de estimaciones del producto potencial con un método bayesiano" Banco Central de Costa Rica. DI-01-2015.

Gráfico 1.1. PIB efectivo (tendencia-ciclo) y potencial
-tasa de crecimiento interanual-



Entre 1992 y 1996 se muestra una tendencia a la baja en el crecimiento potencial de la economía costarricense. Este periodo se caracterizó por la presencia de importantes desequilibrios macroeconómicos (elevados déficit fiscal y en la cuenta corriente de la balanza de pagos) y alta inflación. Ante esta situación las políticas económicas aplicadas tuvieron un carácter restrictivo. Los incrementos en los costos de producción que se experimentaron propiciaron la postergación de planes de inversión de las empresas y contribuyeron a la menor formación bruta de capital fijo; los choques adversos en la producción agrícola, junto con otros factores, incidieron negativamente en la capacidad productiva del país.

A partir de 1999 el crecimiento del producto potencial se acelera levemente, y dentro de los elementos que se señalan para explicar este comportamiento se encuentran: el repunte en los términos de intercambio; la atracción de inversión extranjera orientada a la producción de bienes con un mayor componente tecnológico; por otra parte, se produce una reorientación de la estructura productiva nacional como resultado de la atracción de nuevas empresas extranjeras vinculadas a la industria de servicios, demandantes de fuerza laboral más calificada[2].

En 2007 la tasa de crecimiento del producto potencial tiende a desacelerarse, ante la presencia de condiciones climatológicas adversas, en especial en el 2008; el deterioro en los términos de intercambio (alza en precios de petróleo y granos básicos principalmente) y el menor acceso al financiamiento externo producto de la crisis financiera internacional; fueron algunos de los factores que contribuyeron a que el crecimiento económico fuera inferior al de largo plazo.

Transcurrida la crisis financiera internacional, Costa Rica tuvo mayor acceso al financiamiento con recursos externos y enfrentó una mejora en sus términos de intercambio; no obstante, el deterioro en las condiciones fiscales y la ausencia de una solución estructural al problema de las finanzas públicas son factores que dificultan retornar a tasas de crecimiento potencial superiores al 4% de forma sostenible.

[2] La oferta de servicios se amplía al punto que dentro de intercambio comercial, el superávit en servicios más que compensa el déficit en el comercio de bienes.

Estimado el nivel del producto potencial, es posible contar con un indicador de la brecha del producto, cuya relevancia en el contexto de la "Nueva Síntesis Keynesiana" se asocia con la necesidad de entender la relación entre la evolución del ciclo del producto y su efecto sobre el nivel general de precios. Valores negativos de la brecha de producto son indicativos de que el nivel de producción efectivamente observado en la economía se encuentra por debajo del nivel del producto potencial. Es decir, la economía estaría en capacidad de incrementar su producción, sin generar presiones de demanda.

Esta idea se formaliza en la curva de Phillips Neokeynesiana, de acuerdo con la cual la dinámica de la inflación en el corto plazo se explica por las expectativas de los agentes económicos acerca de la variación de los precios y por la brecha del producto, como un indicador de las presiones de demanda[3].

$$\pi_t = \underset{t}{E}\left(\pi_{t+i}\right) + \delta \cdot y^b_{t-i}$$

donde:

π_t *Tasa de inflación efectiva*

$\underset{t}{E}\left(\pi_{t+i}\right)$ *Expectativa de inflación para* $t+i$

y^b_{t-i} *Brecha del producto en* $t-i$

En la literatura empírica, la brecha del producto usualmente se aproxima como la diferencia entre el nivel del producto efectivo y el nivel del producto potencial expresada como un porcentaje del producto potencial.

$$y^b_t = \left(\frac{y_t - y^p_t}{y^p_t}\right)$$

donde:

y_t *nivel del producto observado*

y^p_t *nivel del producto potencial*

El siguiente gráfico 1.2 ilustra el comportamiento de la brecha del producto estimada hasta el 2016.

Gráfico 1.2. Brecha del producto

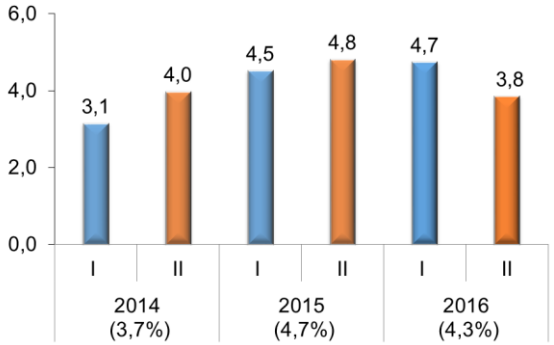
Tal como el BCCR ha venido comentando en diversos foros, a partir de este indicador no se identifican presiones de demanda que en el corto plazo tiendan a desviar la inflación por encima del rango meta contemplado en la programación macroeconómica.

[3] Esta relación se ha verificado en diversos estudios empíricos para el caso de Costa Rica, en los que además se concluye que el efecto de la brecha del producto sobre la inflación no es contemporáneo, sino que se da con un rezago promedio de tres trimestres.

2.2.2. Actividad económica y empleo

El crecimiento económico del país, medido con el Producto interno bruto (PIB) real, se estima fue de 4,3% en el 2016, similar a lo previsto en la revisión del Programa Macroeconómico 2016-2017. Este impulso estuvo liderado por las actividades de servicios (incluida la intermediación financiera), manufactura, en particular las de empresas adscritas a regímenes de comercio[16] y la actividad comercial.

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



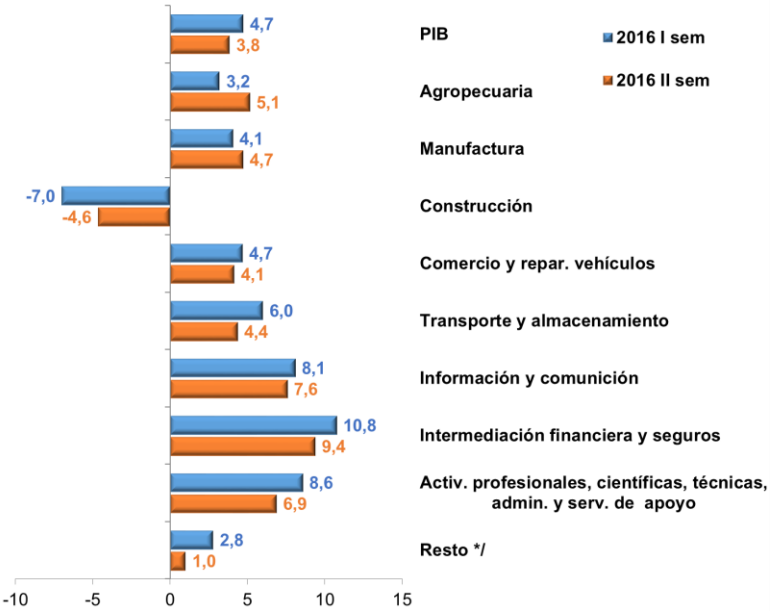
1/ Preliminar.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Los servicios profesionales, científicos y técnicos aumentaron 7,6% (8,5% en 2015), en especial los relacionados con actividades administrativas y de apoyo a empresas; consultoría en gestión financiera; recursos humanos; comercialización y publicidad[17].

Los servicios financieros y seguros, por su parte, subieron 13,8% (13,3% en 2015), en respuesta a la mayor demanda de crédito (consumo, vivienda y servicios) y de depósitos (principalmente a la vista) y, en menor medida, por el aumento en los ingresos por comisiones por tarjeta de crédito y cambio de moneda.

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



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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[16] Especialmente instrumentos y suministros médicos y preparados de jugos.
[17] También destacaron los servicios de información y comunicaciones (telefonía celular e internet), que crecieron 7,9%. En contraposición, hubo un retroceso en servicios de arquitectura e ingeniería por la disminución en la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales.

Por su parte, la actividad agropecuaria mostró una recuperación a lo largo del año (5,0% contra -3,4% en 2015), propiciada por la mejora en las condiciones climatológicas y por una mayor oferta de producto, que permitió aumentar la colocación para el mercado externo, principalmente de banano y piña[18].

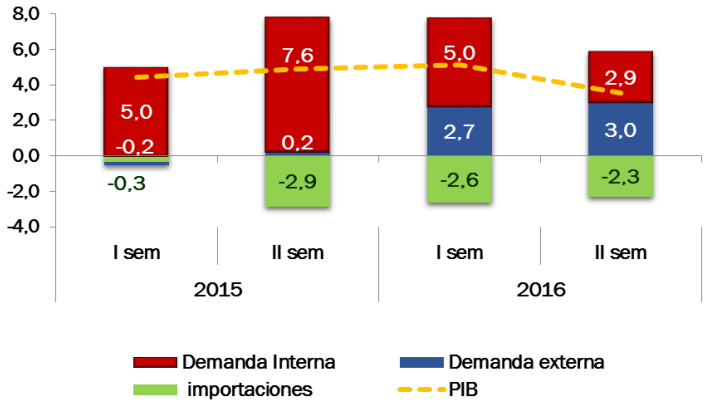
El comercio creció 4,6% (4,0%, en 2015) consecuente con el comportamiento del consumo privado. Particularmente hubo mayor incidencia de las ventas de automóviles, productos alimenticios, aparatos eléctricos y del hogar y artículos textiles.

Por su parte, la construcción bajó 6,3% (creció 10,6% un año atrás) ante la contracción en obras con destino privado (7,0%), en especial de proyectos comerciales y residenciales.

De manera similar, la construcción con destino público disminuyó 3,0% (-6,8% el año previo), en el tanto el desarrollo en obras públicas no superó el nivel base (2015) influido por el proyecto hidroeléctrico Reventazón. Este efecto fue parcialmente compensado por el avance en obras portuarias en la Vertiente Atlántica (Terminal de Contenedores de Moín, TCM) y en el sistema de distribución, comercialización y alumbrado público, la reconstrucción de la planta hidroeléctrica Ventanas y la construcción del proyecto hidroeléctrico Nuestro Amo y de obras de infraestructura vial.

Por componentes del gasto, el impulso provino de la demanda interna, con un aporte al crecimiento del PIB de 3,9 p.p. La demanda externa, por su parte, creció 9,5%, (aporte de 2,9 p.p.), en tanto las importaciones 7,7% (-2.5 p.p. de contribución).

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



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El comportamiento de la demanda interna estuvo determinado, principalmente, por el consumo privado (4,6%)[19], coherente con un mayor ingreso disponible real (4,4%) y acceso al crédito.

[18] Las condiciones climatológicas contribuyeron a aumentar la oferta exportable de banano, en tanto que en la piña influyó la mejora en productividad (control de enfermedades y mayor densidad de la cosecha).
[19] En orden de importancia destacó el consumo de bienes de origen importado (vehículos, electrodomésticos, muebles para el hogar, productos alimenticios y prendas de vestir) y servicios financieros, hoteles y restaurantes; inmobiliarios, transportes (autobús y taxis); telecomunicaciones, diversión y esparcimiento y; educación y salud privados.

La formación bruta de capital fijo disminuyó 1,5% (aumentó 8,8% en el 2015) debido a la menor inversión privada en proyectos no residenciales. Este resultado fue atenuado por el avance en la construcción de la TCM, proyectos de generación eléctrica, mantenimiento y conservación de la red vial nacional y el mayor volumen importado de bienes de capital para la industria de transportes.

El gasto en consumo final del gobierno general creció 2,3% en términos reales, similar a lo observado en 2015. En este resultado incidió el incremento en la compra de bienes y servicios y la creación de nuevas plazas en educación, salud y seguridad.

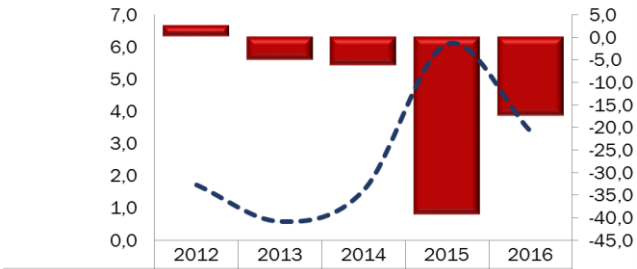
Por su parte, la demanda externa por bienes y servicios aumentó 9,5% en el 2016. En bienes destacaron las ventas de empresas de regímenes especiales (entre otros, equipos e implementos médicos y productos alimenticios) y, en menor medida, las de banano y piña. Los servicios crecieron 9,3% (2,8% un año atrás), siendo el mayor ingreso de turistas y los servicios empresariales (administrativos y de apoyo a empresas y consultoría en gestión financiera) los principales determinantes.

Las importaciones de bienes y servicios subieron 7,7% (4,6% en el 2015) explicadas por bienes de consumo y de bienes de capital. Por destino económico, el impulso en bienes estuvo asociado a insumos para la industria de transporte y maquinaria industrial y la mayor cantidad importada de barriles de hidrocarburos. En la compra de servicios (17,6%) incidieron los rubros de transporte y viajes.

En cuanto al ingreso nacional disponible bruto real, éste creció 4,4% en el 2016, consecuente con la ganancia en términos de intercambio y el incremento en la producción.

Particularmente, la ganancia en los términos de intercambio fue de 3,4% (bienes 3% y servicios 1,4%). Este resultado se asoció al incremento de 0,8% en el precio de los bienes exportables[20], así como a la baja de 17,6% en el valor unitario del cóctel de hidrocarburos.

Gráfico 7. Términos de intercambio y precio de los combustibles
-variación % interanual-



	2012	2013	2014	2015	2016
Combustible	2,5	-5,2	-6,3	-39,4	-17,4
Términos de intercambio	1,7	0,6	1,6	6,1	3,4

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Finalmente, de acuerdo con la Encuesta Continua de Empleo al III trimestre del año la tasa neta de participación fue 57,7%, lo que significó una caída en la participación laboral de 3,4 p.p. en relación con igual período del año anterior (61,0%).

[20] El crecimiento en los bienes de origen agropecuario y manufacturados se estima en 1,3% y 0,2%, respectivamente. En el leve aumento de los manufacturados influyó, entre otros, la reducción en el valor unitario de café y azúcar (9,6% y 3,7%, respectivamente).

Este resultado es producto de la caída en la población económicamente activa (PEA) y el incremento de inactivos. Así, la cantidad de ocupados bajó cerca de 91 mil y los desocupados aumentaron en 2,1 mil personas, lo que explica el deterioro en la tasa de desempleo (9,7% contra 9,2% un año atrás).

Cuadro 2. Indicadores de empleo 1/

Año	Población de 15 años o más	Fuerza de trabajo	Tasa neta de participación (%)	Ocupados	Desocupados	Tasa de desempleo (%)
I 2015	3.692.461	2.282.882	61,8	2.051.208	231.674	10,1
II 2015	3.709.802	2.305.296	62,1	2.087.363	217.933	9,5
III 2015	3.724.327	2.273.317	61,0	2.063.117	210.200	9,2
IV 2015	3.739.173	2.242.919	60,0	2.027.518	215.401	9,6
I 2016	3.754.695	2.201.957	58,6	1.992.741	209.216	9,5
II 2016	3.772.251	2.157.319	57,2	1.954.756	202.563	9,4
III 2016	3.786.243	2.184.451	57,7	1.972.128	212.323	9,7

1/ Cantidad de personas.
Tasa de participación: Fuerza de trabajo/Población en condición de actividad.
Tasa de ocupación: Ocupados/Población en condición de actividad.
Tasa de desempleo: Desocupados/Fuerza de trabajo.

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

Por actividad económica la mayor caída en la ocupación fue en manufactura (16,9%), hogares como empleadores (16,9%) y construcción (10,7%), efectos parcialmente compensados por la mayor ocupación en la industria de transporte y almacenamiento (19,8%).

2.2.3. Balanza de pagos

En el 2016 las transacciones internacionales del país generaron un déficit de cuenta corriente de 3,5% del PIB (4,5% el año previo). Si bien el país dispuso de capitales de largo plazo para financiar esa brecha, el resto de flujos financieros, públicos y privados, determinó la baja en el saldo de RIN, cuyo nivel alcanzó el equivalente a 13,1% del PIB.

En particular el déficit comercial de bienes (9,5% del PIB) bajaría 1,4 p.p. en relación con el año previo. Este resultado combina incrementos en las ventas externas de 9,1% y de 2,1% de las importaciones, respecto a 2015. El primero influido por las exportaciones de empresas de zona franca (13,3%) y de las empresas del régimen definitivo dedicadas al cultivo de piña y banano (13,4%); mientras en el segundo destacaron mayores compras del resto de bienes importados excluyendo hidrocarburos (3,3%), dado que la factura petrolera disminuyó 12,2% en el año[21].

[21] El precio medio bajó 17,6% (de EUA$64,4 en 2015 a EUA$53,1 en 2016), efecto parcialmente compensado por el incremento de 6,6% en la cantidad de barriles (de 19 millones en 2015 a 20,2 millones un año después).

La cuenta de servicios fue superavitaria en casi EUA$6 mil millones (10,4% del PIB), monto superior a la brecha en la cuenta de bienes, lo que llevó a un resultado positivo en la balanza comercial de bienes y servicios de EUA$486 millones. En servicios destacó el aumento en viajes y servicios de apoyo empresarial.

Cuadro 3. Balanza de Pagos [1/]
-millones de dólares-

	2015			2016		
	I Sem	II Sem	Anual	I Sem	II Sem	Anual
I Cuenta corriente	**-935**	**-1.557**	**-2.493**	**-708**	**-1.300**	**-2.008**
A. Bienes	-2.610	-3.378	-5.987	-2.418	-3.042	-5.461
Hidrocarburos	613	609	1.221	537	536	1.073
B. Servicios	2.778	2.655	5.433	3.090	2.856	5.946
Viajes	1.426	1.305	2.732	1.640	1.471	3.112
C. Ingreso Primario	-1.292	-1.084	-2.376	-1.602	-1.336	-2.938
D. Ingreso Secundario	189	249	437	222	222	444
II Cuenta de Capital	15	16	31	35	51	86
Préstamo neto (+) / Endeudamiento	-920	-1.541	-2.461	-673	-1.249	-1.922
III Cuenta financiera	-1.991	-1.115	-3.105	-601	-981	-1.582
Sector Público	-1.311	-678	-1.989	-402	46	-356
Secto Privado	-679	-437	-1.116	-199	-1.027	-1.226
Pasivos de Inversión Directa	-1.513	-1.511	-3.024	-1.686	-1.514	-3.200
IV Activos de Reserva	1.071	-427	644	-72	-268	-340

[1/] Cifras preliminares.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El mayor déficit de la cuenta de ingreso primario obedeció, en buena medida, al incremento de la renta de la Inversión Directa y a los pagos de intereses de deuda (pública y privada). Esta brecha fue superior a los resultados positivos en la cuenta comercial de bienes y servicios y en la de ingreso secundario.

Por su parte, los flujos netos de la cuenta financiera registraron un ingreso de EUA$1.582 millones, monto menor al del año previo. Lo anterior puso de manifiesto la caída en el ingreso neto hacia el sector público por EUA$1.633 millones, en particular por menores desembolsos por créditos externos para el Gobierno. Por su parte, el sector privado no financiero obtuvo financiamiento neto principalmente bajo la figura de inversión directa (el resto del capital privado registró una salida neta).

2.2.4. Finanzas públicas

Según cifras preliminares para el 2016, el déficit financiero del Sector Público Global Reducido fue equivalente a 4,8% del PIB, inferior en 0,9 p.p. al de 2015, producto de una mejora en todos sus componentes, en especial del Gobierno Central.

Particularmente, el déficit del Gobierno Central está previsto termine el año en 5,1% del PIB (5,7% en 2015), con un déficit primario (excluido el servicio de intereses) de 2,2% del PIB, inferior en 0,8 p.p. al generado en el 2015.

Los gastos totales crecieron 5,6%, lo que llevó a una desaceleración anual de 4,2 p.p.; en ello incidió la caída en gastos de capital, en especial, de transferencias al Consejo Nacional de Vialidad. Ese efecto fue parcialmente compensado por el crecimiento en transferencias corrientes (7,1%), remuneraciones (3,4%) y el servicio de intereses (11,6%), este último como una manifestación del creciente nivel de la deuda pública[22].

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

	dic-15	dic-16
Sector Público Global	-5,7	-4,8
Banco Central	-0,7	-0,6
Sector Público no Financiero	-4,9	-4,2
Gobierno Central	-5,7	-5,1
Resultado Primario	-3,0	-2,2
Resto del SPNF	0,7	0,9

1/ Cifras preliminares para 2016.
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del Ministerio de Hacienda.

Los ingresos tributarios, por su parte, aumentaron 8,9%. Esta mejora, manifiesta en tributos como renta (14,5%), ventas (8,1%), aduanas y consumo (8,4% y 2,5%, respectivamente)[23], es congruente con el mayor nivel de actividad económica y las medidas administrativas adoptadas por el Ministerio de Hacienda para mejorar la recaudación.

Para el Banco Central está previsto un déficit financiero equivalente a 0,6% del PIB (según metodología cuentas monetarias), una décima menor al resultante en 2015. Esta mejora responde a menores gastos financieros por operaciones de mercado abierto y de gestión de liquidez.

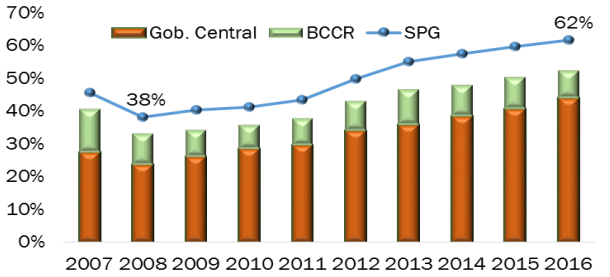
Para el resto del sector público no financiero reducido está estimado un superávit financiero de 0,9% del PIB, similar al del año previo e influido por un mejor desempeño financiero de la Refinadora Costarricense de Petróleo y de la Caja Costarricense del Seguro Social.

Pese a los avances mencionados, la prevalencia de resultados deficitarios en el Sector Público Global[24] impulsó el comportamiento creciente de la razón de deuda total a PIB, cuyo nivel se estima alcanzará 62% al término del año (60% un año atrás), relaciones que en el caso de la deuda del Gobierno pasó de 40,8% a 44% del PIB, de 2015 a 2016.

[22] En 2016 el servicio de intereses representó el 15% de los gastos totales (13% el año anterior).
[23] En contraste, el rubro denominado "otros ingresos tributarios" disminuyó 7,6% (impuesto único a los combustibles y al tabaco, entre otros).
[24] Incluye la deuda no consolidada del Gobierno Central, Banco Central y de algunas instituciones del sector público no financiero.

En el 2016 la Tesorería Nacional atendió su requerimiento de caja y otras obligaciones financieras, mayoritariamente, con la colocación neta de bonos de deuda interna, en un contexto de reducción de tasas de interés en moneda local. No obstante, dada la magnitud de la carga de la deuda y en ausencia de una reforma fiscal, la trayectoria creciente de la razón de deuda a PIB vulnera su sostenibilidad e introduce riesgos que a mediano plazo comprometen la estabilidad macroeconómica[25].

Gráfico 8. Razón de Deuda del Sector Público Global a PIB 1/



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

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

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

La literatura económica y la experiencia internacional señalan que períodos prolongados de alta inflación están asociados con un crecimiento monetario alto, lo que sustenta la afirmación de que en el largo plazo la inflación es un fenómeno monetario.

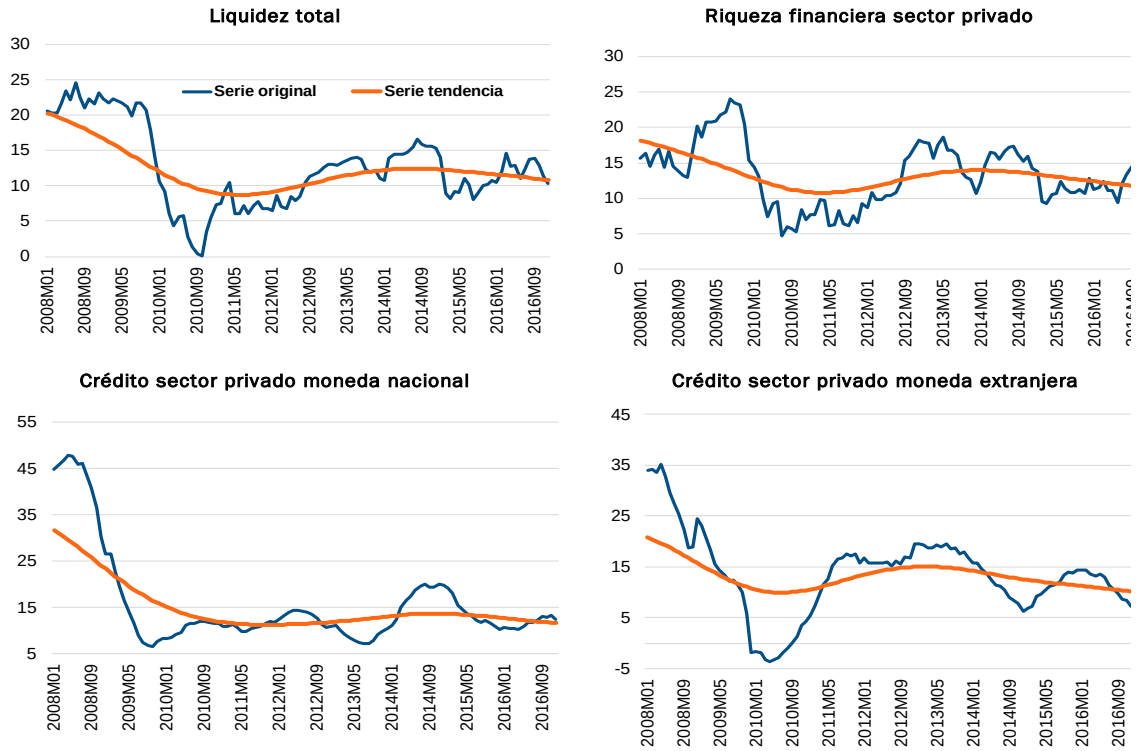
Las acciones del Banco Central en los últimos años han procurado controlar las fuentes estructurales de expansión de liquidez, por lo que los agregados monetarios y crediticios, en sus distintas coberturas, han mostrado tasas de crecimiento cuya tendencia guarda relación con la evolución de la actividad económica, la meta de inflación y un incremento gradual en el nivel de profundización financiera[26].

La evolución de estos indicadores en el 2016 no fue la excepción, por lo que el Banco Central considera que por la vía monetaria no se crearon condiciones inflacionarias que a futuro comprometan el logro de la meta. Al calcular los agregados monetarios y crediticios de acuerdo con su tendencia de largo plazo se observa un comportamiento estable y ligeramente descendente, lo que indica que por esa fuente no se están incubando excesos monetarios que tiendan a desviar la inflación (en el mediano y largo plazo) del rango meta establecido por la programación macroeconómica.

[25] Según las proyecciones del Modelo de Sostenibilidad Fiscal, en ausencia de una reforma fiscal, existe una probabilidad del 90% de que la razón de la deuda del Gobierno a PIB alcance 63% en el 2020. Además, a partir de 2018, esa razón superaría el límite natural de la deuda estimado por el Banco Central (48,6% del PIB) y definido como el umbral por encima del cual los ajustes fiscales requeridos serían tan elevados que los hace poco creíbles; para mayor detalle ver Chaverri, Carlos (2016) "Límite natural de deuda para la economía costarricense. Departamento de Investigación Económica.DI-08-2016.

[26] Tomó como referencia la relación de agregados monetarios y crediticios a PIB. El comportamiento creciente de estas razones está relacionado con el menor costo de oportunidad de mantener activos financieros (inflación baja y estable), la ampliación de servicios por parte de los intermediarios financieros y los avances tecnológicos que han facilitado las transacciones financieras en el país.

Gráfico 9. Agregados monetarios y crédito al sector privado 1/
-variación interanual en % serie original y tendencia ciclo –



1/ Tendencia estimada con el Filtro de Hodrick-Prescott λ =23000, con datos hasta diciembre de 2016.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

A nivel de instrumentos y monedas, en el 2016 los agentes económicos mostraron una mayor preferencia por instrumentos de ahorro y crédito en moneda nacional, lo cual es coherente con el interés institucional de preservar la estabilidad macroeconómica y del sistema financiero[27]; parte de este cambio puede ser atribuido a la mayor variabilidad cambiaria observada en el 2016. Puntualmente, debe señalarse que el ahorro financiero en su medición más amplia (denominada riqueza financiera) registró, en el segundo semestre del año, un incremento en el grado de dolarización, influido en buena medida por la estrategia de la Tesorería Nacional de colocar deuda interna en moneda extranjera y por el incremento en la expectativa de variación cambiaria.

[27] Como parte de las medidas recientes adoptadas por el Banco Central y el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero destacan: i) la aplicación del encaje mínimo legal a nuevas operaciones de endeudamiento externo de mediano y largo plazo; ii) la ponderación por riesgo (aplicable a la totalidad de la exposición) en función de la relación préstamo-valor (LTV) de la exposición, con distinción entre deudores "generadores" y "no generadores" de divisas y; iii) la estimación genérica de 1,5% sobre créditos concedidos en moneda extranjera a deudores "no generadores" de divisas.

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

	Medio circulante ampliado 2/			Liquidez total			Riqueza financiera total			Crédito sector privado		
	Colones	Dólares 3/	Total 4/	Colones	Dólares 3/	Total 4/	Colones	Dólares 3/	Total 4/	Colones	Dólares 3/	Total 4/
2014												
I semestre	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	13,4	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	13,1	7,2	11,4	15,6	9,1	12,8
II semestre	12,4	3,5	8,8	14,5	2,3	9,9	14,5	2,1	11,0	11,4	13,2	12,2
Anual	9,3	4,4	7,3	13,7	4,5	10,2	13,8	4,6	11,2	13,5	11,2	12,5
2016												
I semestre	20,6	5,9	14,7	16,0	4,9	12,0	11,9	7,3	10,6	10,7	13,7	11,9
II semestre	15,3	4,8	11,3	12,0	9,8	11,2	9,8	17,2	11,7	12,6	9,4	11,3
Anual	17,9	5,4	13,0	14,0	7,3	11,6	10,8	12,3	11,2	11,6	11,6	11,6

1/ Comprende Banco Central, bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias, mutuales de ahorro y préstamo y Caja de Ande. Información de BCCR al 14 de diciembre 2016, bancos al 2 de diciembre 2016 y resto de intermediarios financieros a septiembre 2016.

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

3/ Expresado en dólares estadounidenses.

4/ Moneda extranjera expresada en colones a un mismo tipo de cambio.

El Banco Central reconoce que la dolarización de la economía costarricense ha sido un proceso asociado, en parte a la mayor inserción de Costa Rica en los mercados internacionales, por lo que existen operaciones que por su naturaleza demandan la constitución de ahorro y crédito en moneda extranjera, por ejemplo, aquellas vinculadas al comercio exterior.

Sin embargo, el Banco Central también ha señalado que bajo ciertas circunstancias un exceso de dolarización incrementa los riesgos para la estabilidad del sistema financiero, sustentado, básicamente en dos aristas. Por un lado, un nivel alto de dolarización influye en el diseño de la política monetaria y en su efectividad para controlar la inflación. Por otro, alrededor del 80% del crédito en moneda extranjera ha sido canalizado hacia agentes cuya principal fuente de ingresos es en colones.

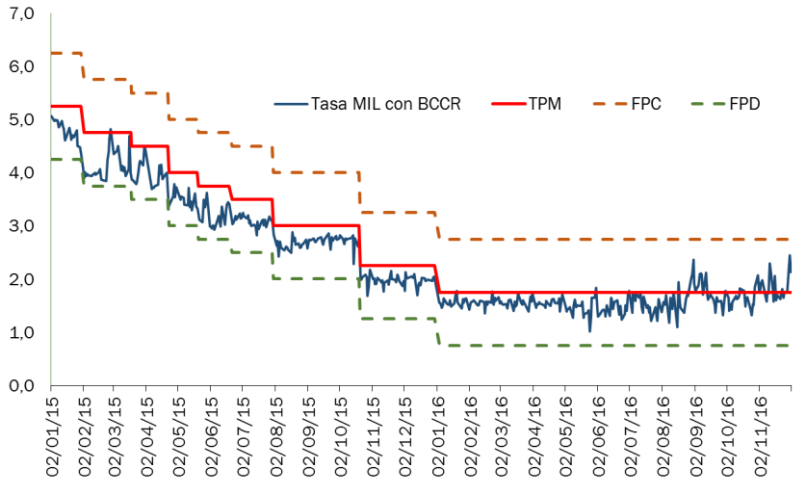
Particularmente, este último elemento tiene costos para la sociedad, asociados al blindaje financiero que ofrece mantener un saldo de RIN que procura garantizar la estabilidad del sistema financiero ante eventuales choques externos. Además, la falta de correspondencia del crédito en dólares y el ingreso de esos deudores compromete la estabilidad financiera, introduce riesgos de crédito (mora), cambiario y de liquidez ante cambios repentinos en el tipo de cambio o la suspensión súbita del financiamiento externo (o un encarecimiento de éste).

En cuanto a las medidas de política monetaria, durante el 2016 el Banco Central mantuvo la tasa de encaje mínimo legal en 15% (para ambas monedas) y la TPM en 1,75%. Debe recordarse que en el 2015 la Junta Directiva autorizó reducciones de 350 p.b. en la TPM, dado el espacio que permitió la evolución de los determinantes macroeconómicos de la inflación en el corto plazo (brecha del producto y expectativas de inflación) y en el largo plazo (agregados monetarios y crediticios).

La transmisión de los cambios en la TPM a las tasas del sistema financiero continuó en el 2016, en forma diferenciada según instrumento.

De manera acumulada (con respecto a enero de 2015), la transmisión hacia el precio de la liquidez (1 día plazo) fue casi total y ese costo estuvo por debajo de la TPM la mayor parte del año, consecuente con el exceso de liquidez gestionado en el MIL.

Gráfico 10. Tasas de interés promedio ponderadas negociadas en MIL
-en porcentajes-



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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por su parte, la Tasa básica pasiva (costo medio de la captación) disminuyó 275 p.b. (150 en 2016) y la tasa activa promedio del Sistema Financiero en 253 p.b. (121 p.b. en 2016).

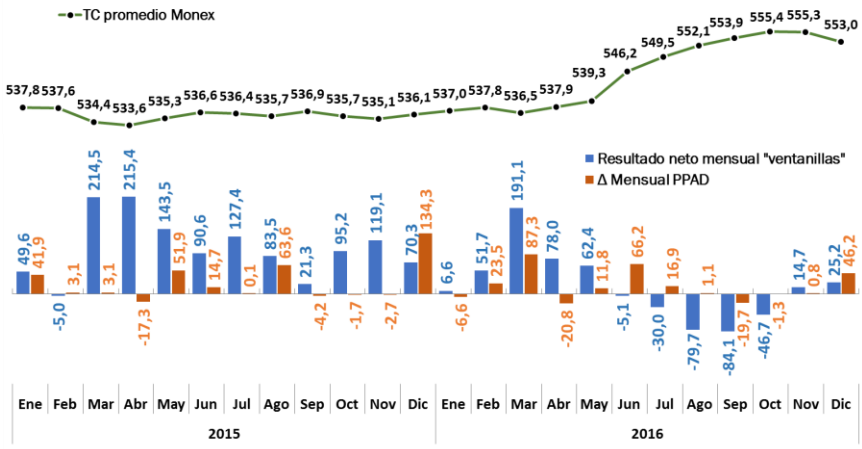
En materia cambiaria, al 20 de diciembre la depreciación acumulada del colón fue 3,1%, situación que contrastó con la apreciación de 0,8% en el 2015. Debe acotarse que la presión al alza en el tipo de cambio inició desde noviembre de 2015 y se acentuó entre mayo y julio del año en curso, comportamiento que tendió a revertirse a partir de noviembre, consecuente con la mayor disponibilidad de divisas asociada a la estacionalidad que caracteriza al mercado cambiario (Recuadro 2).

Estas diferencias con respecto al año previo respondieron, básicamente, a: i) el menor superávit de divisas en el mercado privado de cambios (incidió el incremento en las importaciones), ii) el aumento en la posición en divisas de los intermediarios cambiarios, iii) el mayor requerimiento del sector público no bancario y, iv) la menor ganancia en términos de intercambio.

Con información al 20 de diciembre, el superávit promedio diario de las operaciones de los intermediarios cambiarios con el público fue EUA$0,8 millones y éstos incrementaron su posición en divisas (PPAD) en cerca de EUA$206 millones. En igual cantidad de sesiones de 2015 (244 días hábiles) esos valores ascendieron a EUA$5,4 millones y EUA$232 millones, en ese orden. Así, el 2016 continuó con un superávit en divisas, pero de menor cuantía.

Gráfico 11. Tipo de cambio promedio mensual Monex, resultado neto mensual de ventanilla y cambio en PPAD

-tipo de cambio en colones por dólar, ventanillas y PPAD en millones de EUA$-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En este contexto, el Banco Central utilizó el saldo disponible para atender el requerimiento neto del sector público no bancario (SPNB), acumulado en períodos previos, y suministró EUA$504 millones. Este requerimiento fue mayor que en 2015, dados los menores flujos de endeudamiento externo neto para el sector público y, particularmente en el segundo semestre del año, los mayores precios de petróleo en mercados internacionales[28].

De los participantes del mercado cambiario destacó el cambio en la posición en divisas de los intermediarios cambiarios. En general, estos cambios en posición han ejercido una función estabilizadora en el mercado cambiario, pero esta condición que no ha sido tan clara desde finales de 2015, toda vez que en algunos lapsos estos entes acumularon posición pese a que las operaciones con el público tenían resultados deficitarios.

Así, en lo que transcurre de 2016 el comportamiento al alza en el precio del dólar respondió a cambios en las variables fundamentales del mercado cambiario, tanto de índole interno como externo; no obstante, en algunas ocasiones esta presión al alza pudo haber sido reforzada por los movimientos en la posición en moneda extranjera de los intermediarios cambiarios.

[28] En el primer semestre de 2016 el precio medio por barril del cóctel de hidrocarburos fue de EUA$48,7, mientras que en los siguientes cinco meses de EUA$57,8.

Recuadro 2. Patrones estacionales en el mercado cambiario de "ventanillas".

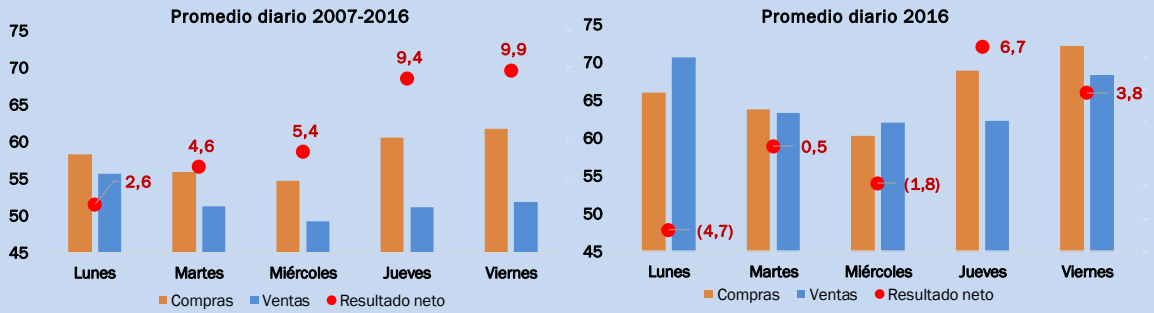
Las series de tiempo, entre ellas las variables económicas, pueden describirse estadísticamente como la combinación de los componentes[1] de tendencia, ciclo, irregularidad y estacionalidad. Este último elemento hace referencia a un comportamiento particular que algunas variables presentan en iguales meses en diferentes años.

En series de mayor frecuencia temporal, como las negociaciones diarias de divisas en el mercado cambiario, adicionalmente se pueden establecer otros patrones de estacionalidad, relativos al día de la semana o fecha del mes.

En procura de entender el comportamiento del mercado cambiario, entre otros, el Banco Central revisa regularmente sus patrones estacionales (Rodríguez, 2010[2]) y, concretamente, los que presentan las transacciones de compra y venta de divisas de los intermediarios cambiarios con el público, denominadas "ventanillas"[3]. Así, con información hasta el 13 de diciembre de 2016, se tiene que:

- El volumen de negociaciones de compra y de venta de divisas en "ventanilla", como promedio diario, presenta un comportamiento en forma de "U" (elevado a inicio y final de semana e inferior al medio), característica compartida con mercados de negociación de similar naturaleza a nivel internacional[4]. En términos netos (compras menos ventas) las operaciones muestran un comportamiento ascendente a lo largo de la semana. Ambas características se mantienen para 2016.

Gráfico 2.1. Volumen diario negociado en "ventanilla" y resultado neto
-cifras en millones de EUA$-



Fuente: Banco Central de Costa Rica

---

[1] La tendencia caracteriza su comportamiento de largo plazo; el componente cíclico muestra movimientos oscilatorios alrededor de la tendencia con una duración media superior a un año. Por su parte, el componente irregular captura oscilaciones erráticas, estadísticamente denominadas "ruido blanco" y finalmente, el estacional está referido a variaciones periódicas y predecibles de la serie de tiempo en un periodo inferior o igual a un año.

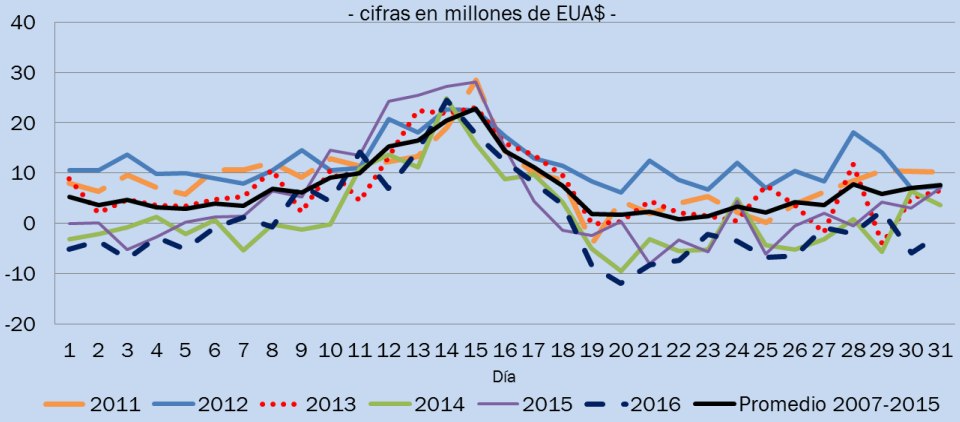
[2] Para más información ver Rodríguez Vargas, Adolfo (2010). Aproximación de patrones de estacionalidad en el mercado cambiario de Costa Rica. Banco Central de Costa Rica, Serie Documentos de Trabajo DEC-DIE-DT-025-2010.

[3] Comprende operaciones por medio de cajero humano, internet banking, cajeros automáticos y transacciones directas con clientes corporativos. La información del total negociado en operaciones cambiarias en "ventanillas" está contenida en el cuadro "Operaciones Diarias de las Entidades en Ventanilla" que publica el BCCR y que se encuentra disponible en:
http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?idioma=1&CodCuadro= 1386

[4] Para más detalle véase Wasserfallen y Zimmermann (1985) y Goodhart y Giugale (1993).

- El resultado diario del neto de negociaciones en divisas (compras menos ventas) señala que a lo largo del mes el mayor superávit es alrededor del día 15; particularmente para el 2016 ese mayor superávit se presentó en días previos al día 15.

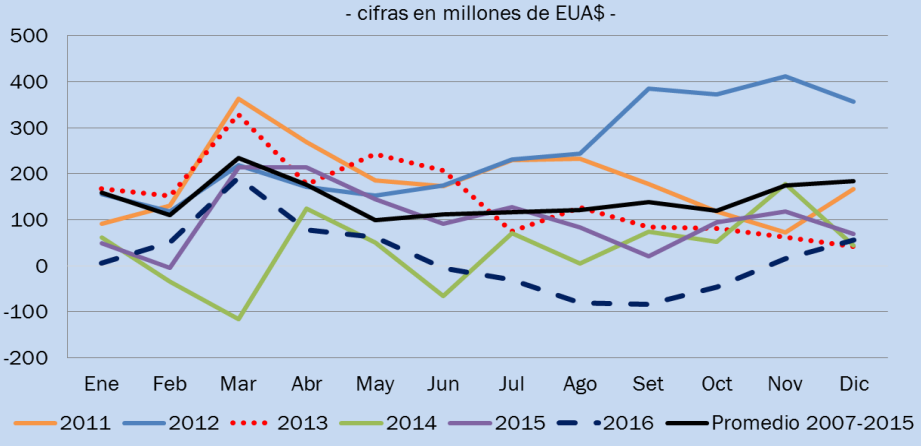
Gráfico 2.2. Oferta neta de dólares en "ventanilla" por día del mes
- cifras en millones de EUA$ -



Fuente: Banco Central de Costa Rica

- El gráfico 2.3 presenta (en promedio) que el resultado neto de las operaciones en "ventanilla" es creciente en el primer y cuarto trimestres y suele reducirse hacia mediados de año. Destaca el resultado neto de 2016, el cual si bien mantuvo esa dinámica, registró mayor deterioro en el segundo y tercer trimestres en relación a los años previos.

Gráfico 2.3. Oferta neta de dólares en "ventanilla" por mes del año
- cifras en millones de EUA$ -



Fuente: Banco Central de Costa Rica

2.2.6. Estabilidad del Sistema Financiero Nacional

El Sistema Financiero Nacional (SFN) no presentó tensiones significativas en el 2016. Según el Índice de tensión financiera (ITF)[29], en general los eventos macrofinancieros adversos (externos e internos) que podrían detonar riesgos para el SFN registraron menor probabilidad de ocurrencia en relación con las condiciones prevalecientes en 2015.

En términos del riesgo de crédito, el indicador de auges crediticios no mostró alertas en la evolución del crédito al mantenerse por debajo de su tendencia de largo plazo. Por moneda, en la segunda parte del año, hubo mayor constitución de créditos en colones consecuente con incrementos en la expectativa de aumento en el tipo de cambio y la reducción en la brecha entre el costo del crédito en colones y dólares. Por otra parte, la cobertura de estimaciones con respecto a la cartera en mora mejoró, en tanto la mora amplia estuvo por encima de su nivel de largo plazo.

En cuanto a los indicadores de riesgos de mercado, se observó un aumento en las tasas de interés pasivas en dólares y en los rendimientos de deuda soberana local en esa moneda a lo largo del año. En el caso de los títulos a plazo largo, la variación pone de manifiesto expectativas de ajustes al alza en las tasas de interés internacionales, lo cual ha incidido en el incremento en los márgenes de rendimiento entre títulos de corto y largo plazo. En general, la tenencia de títulos valores por parte de las entidades financieras han tendido a alejarse de los plazos muy cortos en comparación con el 2015.

Gráfico 12. Índice de tensión financiera

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[29] Indicador estandarizado con media cero y varianza unitaria. Un nivel superior a cero confirma los cambios en la tendencia del índice y da indicios de tensión que podrían ser temporales o provenir de mercados específicos, a los cuales el Banco Central dará mayor seguimiento. Un período de tensión se presenta cuando el índice supera el valor de 1, lo cual podría requerir de la intervención del Banco Central y de los supervisores, según corresponda.

Los indicadores y el análisis de riesgo de liquidez muestran que, a pesar de los menores excedentes en colones en el mercado interbancario de liquidez, las tasas de financiamiento en moneda nacional permanecieron bajas durante el año. Por otro lado, las entidades financieras comprometieron porcentajes muy bajos de sus garantías disponibles (más del 80% de las entidades financieras utilizaron menos del 30% de sus garantías disponibles). En dólares, los indicadores mostraron condiciones menos holgadas que un año atrás.

Finalmente, las pruebas de tensión aplicadas al sistema bancario con información a junio de 2016 y basados en un escenario de tensión similar al ocurrido en el país entre el 2008 y el 2009, señalan una mejora en el nivel de resistencia con respecto a lo observado un año atrás. Sin embargo, estos resultados están influidos por la posición neta en moneda extranjera y, al excluir las ganancias cambiarias el nivel de resistencia del sistema financiero baja en relación con el año previo. En los últimos 12 meses el sector bancario aumentó su posición en moneda extranjera con una dolarización del activo con poco cambio, lo que favoreció la obtención de ganancias por depreciación cambiaria.

3. PROGRAMA MACROECONÓMICO 2017-2018

3.1. Objetivos y medidas de política

La Junta Directiva del Banco Central mantiene para el bienio 2017-2018 la meta de inflación interanual en 3% con un rango de tolerancia de ± 1 p.p.

El Banco Central señaló, desde mediados de 2015, que era probable que la inflación presentara desvíos con respecto a la meta (a la baja), dados los choques de oferta que enfrentaba la economía costarricense, manifiestos en reducción en los precios de materias primas en el mercado internacional y evolución de los precios de bienes y servicios regulados y de productos agrícolas. La magnitud y duración de estos choques fue mayor a lo previsto.

Prospectivamente, una vez disipados los choques de oferta, el Banco Central estima que existe una elevada probabilidad de que la inflación retorne gradualmente al rango objetivo en el 2017, en el tanto, las presiones inflacionarias por el lado de la demanda no exceden ese objetivo y las expectativas están en el rango meta.

Como parte de las acciones que procuran el cumplimiento de este objetivo destacan:

i) El seguimiento de los determinantes macroeconómicos de la inflación, con el fin de modificar oportunamente sus instrumentos de política monetaria, dados los rezagos con que ésta opera.

ii) Continuar con una gestión activa de la deuda, manteniendo cercana coordinación con el Ministerio de Hacienda[30].

iii) 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 (y sus reformas) e intervenir en el mercado cambiario con el fin de evitar fluctuaciones violentas en el tipo de cambio, sin que ello interrumpa la tendencia que dictan las variables fundamentales de este macroprecio.

iv) Cambios en la normativa[31] sobre posición en moneda extranjera de los intermediarios cambiarios, con el propósito de reducir la exposición del sistema financiero a las variaciones cambiarias.

v) Con el fin de propiciar un ambiente adecuado para la formación de precios, tiene prevista una subasta doble de precio único en el Monex al inicio de la sesión, precio que serviría de referencia indicativa para negociaciones posteriores en el mercado cambiario (Recuadro 3).

vi) Mantener una evaluación continua de la eficacia e impacto de medidas adoptadas en años previos, tendientes a reducir la dolarización de la economía, principalmente del crédito destinado a agentes cuya principal fuente de ingresos es en colones, dados los riesgos que ello introduce para la estabilidad del sistema financiero.

vii) Agilizar el procedimiento para que el Banco Central atienda su función como prestamista de última instancia, en línea con procurar la estabilidad del sistema financiero.

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

[31] Acuerdo de Junta Directiva tomado en el ordinal II del artículo 11 de la sesión 5751-2016 del 21 de diciembre de 2016.

Recuadro 3: Monex-Subasta

Con el fin de aumentar la coincidencia temporal de grandes oferentes y demandantes de dólares y de facilitar la temprana revelación de información sobre el mercado cambiario, está previsto introducir otra modalidad de negociación en el Monex. La Junta Directiva del Banco Central en la sesión 5746-2016 del 16 de noviembre de 2016 aprobó enviar en consulta cambios al Libro de Monex del Reglamento del Sistema de Pagos, tendientes a introducir la subasta doble de precio único de apertura en Monex.

En esta subasta participarían compradores y vendedores de manera simultánea. Ambas partes ingresarían órdenes conformadas por el monto de divisa que desean comprar o vender y el tipo de cambio correspondiente. Durante la subasta, la interacción entre las ofertas de compra y las ofertas de venta determinará el tipo de cambio de corte al cual será realizada la asignación al cierre de la subasta. Las ofertas quedarán asignadas a un tipo de cambio único.

La subasta sería al inicio del día y está orientada a intermediarios cambiarios afiliados al Sinpe y podrá participar el Banco Central. Este nuevo mecanismo de negociación facilitará que los compradores y vendedores de dólares coincidan en un momento y lugar determinado y puedan rápidamente encontrar contrapartes en un ambiente competitivo, incluso cuando requieran negociar montos significativos.

El nuevo esquema de negociación busca promover que el tipo de cambio de equilibrio refleje los fundamentales de la economía, como la escasez o exceso relativo de dólares y las expectativas de los participantes de este mercado. En este sentido, es de esperar que la subasta proporcione un tipo de cambio que sirva de referencia para las demás transacciones del mercado cambiario costarricense.

Este servicio en adelante se conocerá como Monex-Subasta y funcionará en adición al que existe actualmente, que a partir del momento en que el primero inicie, será denominado Monex-Continuo. La operación de este nuevo mecanismo está prevista para finales del primer cuatrimestre de 2017.

3.2. Proyecciones macroeconómicas 2017-2018

Las proyecciones macroeconómicas para el bienio 2017-2018 parten de un contexto internacional que estaría caracterizado por: i) aceleración del ritmo de crecimiento mundial; ii) reacción ordenada de los mercados financieros ante incrementos en tasas de interés en Estados Unidos, el proceso de salida de Reino Unido de la Unión Europea y el nuevo Gobierno en Estados Unidos y; iii) inflación moderada, pese al ajuste previsto en el precio de materias primas.

Cuadro 6. Principales variables internacionales
- porcentajes -

	2015	Proyecciones		
		2016	2017	2018
Crecimiento del producto				
Mundo	**3,2**	**3,1**	**3,4**	**3,6**
Economías avanzadas	**2,1**	**1,6**	**1,8**	**1,8**
Estados Unidos	2,6	1,6	2,2	2,1
Zona del euro	2,0	1,7	1,5	1,6
Mercados emergentes y en desarrollo	**4,0**	**4,2**	**4,6**	**4,8**
China	6,9	6,6	6,2	6,0
América Latina y Caribe	0,0	-0,6	1,6	2,1
Brasil	-3,8	-3,3	0,5	1,5
Costa Rica [1/]	***4,7***	***4,3***	***4,1***	***4,1***
PIB principales mercados de exportación de Costa Rica [2/]	3,1	2,6	2,8	2,8
Inflación mundial				
Economías avanzadas	0,3	0,8	1,7	1,9
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,7	4,5	4,4	4,2
Precio del petróleo [3/]	64,4	53,1	66,0	66,5
Variación de términos de intercambio	6,1	3,4	-0,6	0,1
Libor 6 meses	0,8	1,0	1,4	1,9

1/ Estimaciones del Banco Central de Costa Rica.
2/ Ponderado por los flujos de exportación acumulados a setiembre 2016.
3/ Con base en precios futuros de WTI de Bloomberg más un margen de EUA$12 por barril (diferencia histórica entre el precio del crudo y del valor de producto terminado).

Fuente: Banco Central de Costa Rica con base en información del FMI (Octubre 2016) y Bloomberg.

Bajo ese entorno, la programación macroeconómica contempla un crecimiento económico para Costa Rica de 4,1% en el 2017 y en el 2018.

La producción estaría impulsada por la demanda interna, en el tanto el ingreso disponible mantendría una variación real de alrededor de 4% anual, pese al ligero deterioro en los términos de intercambio.

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

	2016	2017	2018
Producto Interno Bruto real	**4,3**	**4,1**	**4,1**
Agricultura, silvicultura y pesca	5,0	2,3	3,1
Manufactura	5,5	4,5	4,4
Construcción	-6,3	2,2	3,6
Comercio y reparación de vehículos	4,6	3,0	3,2
Transporte y almacenamiento	5,2	5,1	5,1
Información y comunicaciones	7,9	7,9	7,6
Actividades financieras y de seguros	13,8	9,6	6,7
Activ prof, científicas, técnicas, administrativas y serv. Apoyo	7,6	8,1	8,1
Resto [*/]	2,8	2,6	2,5

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

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por industrias, el crecimiento económico estaría liderado por las actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y servicios de apoyo[32]; la manufactura y los servicios financieros y seguros.

En cuanto a la construcción, el crecimiento previsto para 2017 (2,2% contra -6,3% en 2016) combina el impulso (3,1%) en la construcción con destino privado y una contracción de 2,1% en las obras con destino público.

Particularmente la contracción en obra pública responde, entre otros, a un efecto base por la finalización de proyectos hidroeléctricos y de mejora y ampliación de almacenamiento de combustibles[33] y la menor ejecución de obra por parte de las municipalidades. Estos efectos serían parcialmente compensados por la mayor ejecución de obras en programas de mejoramiento ambiental y de abastecimiento de agua potable del Área Metropolitana de San José, acueductos urbanos y alcantarillado sanitario de Puerto Viejo de Limón y Juanito Mora en Puntarenas.

Para el 2018 la construcción crecería 3,6% (3,5% con destino privado y 4,4% con destino público). El incremento en la obra con destino público respondería, principalmente, al inicio de obras como la ampliación de la ruta 27, el tranvía de San José, el tren rápido de pasajeros y de dos plantas de tratamiento de agua para la provincia de Heredia. Además, incluye avances de obras en proceso en proyectos hospitalarios, de generación eléctrica, agua potable, saneamiento y alcantarillados y el proyecto almacenamiento de combustible en la Zona Pacífica.

La actividad agropecuaria para el 2017-2018 aumentaría 2,3% y 3,1% respectivamente. La desaceleración prevista con respecto a 2016, está asociada con las actividades exportables de piña, banano y café. El Banco Central estima que el efecto del Huracán Otto sobre el agro estaría concentrado en el 2017, particularmente en productos orientados al mercado local y que la incidencia del Fenómeno de la Niña[34] sobre la producción sería bajo.

Por componentes del gasto, la demanda interna subiría 4,3% y 3,8% en el lapso 2017-2018, explicado por el consumo privado y la inversión.

[32] Asociado al mayor impulso de las actividades de consultoría en gestión financiera, recursos humanos, comercialización, oficinas principales, actividades administrativas y de apoyo de oficina, así como de los servicios de publicidad y estudios de mercado.
[33] Entre ellos, el proyecto Reventazón, la Planta hidroeléctrica Ventanas, obras relacionadas con la ampliación de la Terminal portuaria petrolera para buques y el Plantel de gas licuado de petróleo en Moín.
[34] Según el boletín del ENOS del Instituto Meteorológico Nacional 93, de octubre de 2016, si bien el fenómeno de la Niña se consolidaría entre noviembre 2016 y febrero 2017, sus efectos serían de baja intensidad.

Dada la evolución prevista para la actividad económica mundial y nacional, el valor de las ventas al exterior aumentaría en 5,8% y 5,0% en 2017 y 2018, respectivamente.

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

	2016	2017	2018
Demanda interna	**3,9**	**4,3**	**3,8**
a. Consumo privado	4,6	4,1	4,3
b. Consumo de gobierno	2,3	3,3	2,5
c. Inversión privada	-2,9	7,3	9,2
d. Inversión pública	4,5	-1,2	12,7
e. Variación de Inventarios (% PIB)	1,2	1,3	1,1
Exportaciones	**9,5**	**5,8**	**5,0**
Bienes	9,6	6,7	6,3
Servicios	9,3	4,5	3,3
Importaciones	**7,7**	**6,2**	**4,1**
Bienes	5,8	6,6	3,5
Servicios	17,6	4,5	7,1
Producto Interno Bruto (1+2-3)	**4,3**	**4,1**	**4,1**

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

De manera congruente, las importaciones crecerían 6,2% en 2017 y 4,1% en 2018, acorde con el aumento previsto en la demanda de insumos para la industria manufacturera y la construcción. La desaceleración en el crecimiento de la producción previsto para el bienio supondría una merma en las compras de materias primas y para consumo final, efectos parcialmente compensados por el incremento en las compras externas de bienes de capital.

Para el lapso 2017-2018 el ingreso nacional disponible crecería 3,8% y 4,4%, respectivamente, debido a la evolución esperada del PIB y a la ligera pérdida en los términos de intercambio particularmente en el 2017.

Dadas las proyecciones de la economía mundial y el desempeño de la economía costarricense, están previstos flujos netos de endeudamiento externo de 4,2% y 3,9% del PIB para 2017 y 2018, en ese orden, financiamiento mayoritariamente de largo plazo, particularmente mediante inversión directa.

Dados los movimientos previstos para los flujos reales y financieros, está previsto que el saldo de los activos de reserva aumente en EUA$47 millones en 2017 y EUA$276 millones un año después y que la cuenta corriente de la balanza de pagos presente un déficit que como razón del PIB alcance 4,3% y 4,0%, en ese orden.

El déficit comercial de bienes crecería 13,3% y 2,7%, respectivamente. Influiría en este resultado el incremento en el valor de las exportaciones de bienes de 7,1% y 6,9% para los años en mención (6,7% y 6,3% en términos reales) especialmente de empresas adscritas a los regímenes especiales de comercio.

El crecimiento del PIB local influiría en el comportamiento de las importaciones en este bienio (9,2% y 5,4% en términos nominales y 6,6% y 3,5% en reales para 2017 y 2018, en ese orden), particularmente por mayores compras del régimen definitivo (materias primas y bienes de capital). Además, está previsto que la factura petrolera aumente 24,9% en el 2017 y 2,7% un año después, ante mayores precios de hidrocarburos (24,4% y 0,8%) y el incremento en la cantidad de barriles (0,4% y 1,8%, respectivamente).

Cuadro 9. Balanza de Pagos 1/
-millones de dólares y % del PIB-

	2016	2017	2018
I Cuenta corriente	-2.008	-2.551	-2.382
A. Bienes	-5.461	-6.187	-6.353
Exportaciones FOB	10.139	10.856	11.608
Importaciones CIF	15.600	17.043	17.961
Hidrocarburos	1.073	1.340	1.376
B. Servicios	5.946	6.370	6.765
del cual: Viajes	3.112	3.368	3.619
C. Ingreso Primario	-2.938	-3.183	-3.255
D. Ingreso Secundario	444	449	461
II Cuenta de Capital	86	40	34
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	-1.922	-2.511	-2.348
III Cuenta financiera	-1.582	-2.557	-2.625
Sector Público	-356	-953	-935
Secto Privado	-1.226	-1.604	-1.690
Pasivos de Inversión Directa	-3.200	-3.420	-3.430
IV Activos de reserva	-340	47	276
Relaciones respecto al PIB			
Endeudamiento neto	-3,3	-4,2	-3,9
Cuenta Corriente	-3,5	-4,3	-4,0
Cuenta de Bienes	-9,5	-10,4	-10,5
Balance de Servicios	10,4	10,7	11,2
Balance de Ingreso Primario	-5,1	-5,4	-5,4
Cuenta Financiera	-2,8	-4,3	-4,4
Pasivos de Inversión Directa	-5,6	-5,8	-5,7
Saldo RIN	13,1	12,8	13,0

1/ Datos estimados.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El aporte neto de los servicios se espera continúe siendo significativo y presente un superávit de 10,7% en 2017 y 11,2% del PIB un año después. Similar a lo acontecido en el 2016, la cuenta de servicios financiaría el resultado deficitario del comercio de bienes.

Al igual que en años previos, en los servicios destaca la contribución del turismo receptivo, los servicios de apoyo empresarial y telecomunicaciones, de informática e información.

Para el mismo lapso de pronóstico se espera que la cuenta de ingreso primario[35] muestre un incremento anual de 8,4% y 2,3%, debido principalmente a las utilidades reconocidas a los factores productivos del resto del mundo. Las previsiones para la cuenta de ingreso secundario[36] mostrarían un superávit de EUA$449 millones y EUA$461 millones en el 2017 y 2018, respectivamente.

En relación con la cuenta financiera se estiman ingresos netos de recursos, principalmente del sector privado (EUA$1.604 millones y EUA$1.690 millones en el 2017 y 2018, respectivamente), sobresalen mayores flujos de inversión directa. Para el sector público está previsto un financiamiento del resto del mundo por EUA$953 millones en el 2017 y EUA$935 millones en el 2018.

[35] Ingreso primario incluye la remuneración a los factores de producción, en forma de salarios, utilidades sobre las inversiones e intereses.
[36] Ingreso secundario incorpora remesas personales, así como donaciones, impuestos, cargos y beneficios de la seguridad social e indemnizaciones de seguros.

El ahorro externo neto canalizado al país alcanzaría para atender los requerimientos de financiamiento externo por lo que las proyecciones señalan que los activos de reserva aumentarían en el orden de EUA$47 millones en el 2017 y EUA$276 millones el siguiente año.

Por otra parte, se prevé un déficit para el Sector Público Global Reducido de 5,6% del PIB para el lapso 2017-2018 y, en el caso particular del Gobierno Central de 5,9% y 6,0%, en ese orden. Las previsiones de este Programa parten de que la Tesorería Nacional continuará atendiendo los requerimientos de caja y otras obligaciones financieras con la colocación de bonos de deuda interna (colones y dólares), en mayor medida en entidades públicas.

Por su parte, el Banco Central generaría déficit financiero de 0,5% del PIB en 2017 y de 0,4% del PIB en 2018; 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, por lo que constituye el principal riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas y por ende, para la estabilidad macroeconómica. La competencia por fondos prestables llevaría a un estrujamiento del sector privado y limitaría el margen de acción del Banco Central.

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

Los agregados monetarios y crediticios, por su parte, crecerían en el 2017-2018 acorde con el comportamiento previsto para la actividad económica, el objetivo inflacionario y la continuidad del proceso de profundización financiera, característico de nuestra economía en los últimos años. Las tasas de variación del componente financiero del ahorro nacional (aproximado por la riqueza financiera) estarían en torno a 10% en ambos años. Ello hace prever que la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado permitiría que el crédito crezca alrededor de 8% en 2017 y 2018.

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

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

Cuadro 10. Principales variables macroeconómicas

	2016	2017	2018
PIB (miles de mill de ¢)	31.287	33.903	37.176
Tasas de crecimiento (variación %)			
PIB real	4,3	4,1	4,1
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	4,4	3,8	4,4
Tasa de desempleo [1/]	9,7		
Inflación (meta interanual)			
Variación de IPC [2/]	0,7	3% (±1 p.p.)	
Balanza de Pagos (% PIB)			
Cuenta corriente	-3,5	-4,3	-4,0
Cuenta comercial	-9,5	-10,4	-10,5
Cuenta financiera	-2,8	-4,3	-4,4
Pasivos de Inversión Directa	-5,6	-5,8	-5,7
Saldo RIN	13,1	12,8	13,1
Sector Público Global Reducido (% PIB) [3/]			
Resultado Financiero	-4,7	-5,6	-5,6
Gobierno Central	-5,1	-5,9	-6,0
Resto SPNF	0,9	0,8	0,8
BCCR	-0,6	-0,5	-0,4
Agregados monetarios y crediticios (Variación %) [4/]			
Medio circulante	13,4	10,4	11,7
Liquidez moneda nacional (M2)	12,7	10,9	11,4
Liquidez total (M3)	11,6	8,3	8,1
Riqueza financiera total	14,2	9,7	10,0
Crédito al sector privado	11,6	7,9	7,7
Moneda nacional	*14,2*	*11,2*	*10,9*
Moneda extranjera	*8,0*	*3,4*	*3,4*

[1/] Al III trimestre de 2016, según Encuesta Continua de Empleo (INEC).
[2/] Para 2016 estimación del Banco Central de Costa Rica.
[3/] Estimación Ministerio de Hacienda y 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.

3.3. Balance de riesgos

Estas proyecciones macroeconómicas parten de la mejor información disponible al 20 de diciembre de 2016; sin embargo, el Banco Central reconoce que existen eventos en el ámbito externo e interno que, de materializarse, podrían desviar esas proyecciones.

En el campo externo destacan:

- *Menor crecimiento de la economía mundial*. Si bien las proyecciones de la actividad económica mundial muestran una recuperación para el bienio 2017-2018, dada la incertidumbre que priva en los mercados internacionales, no es posible descartar revisiones a la baja, tal como ha ocurrido sistemáticamente desde 2014, con las proyecciones de organismos internacionales (entre ellos el Fondo Monetario Internacional) y bancos centrales de las principales economías.

  El sesgo a la baja incorpora los efectos adversos que genera la incertidumbre en los mercados financieros internacionales por la consolidación del proceso de "normalización" de la política monetaria en Estados Unidos, el desempeño de economías emergentes y eventos como la salida del Reino Unido de la Unión Europea y el resultado de la elección presidencial en Estados Unidos de América.

  Un crecimiento mundial, en especial de los socios comerciales, menor al previsto en la proyección central de inflación, si bien repercutiría negativamente en la demanda externa costarricense, y por lo tanto en el nivel del PIB local, podría incrementar la holgura en la capacidad productiva (brecha del producto) ubicando la inflación por debajo de la proyección central, dada la ausencia de presiones adicionales de inflación por la vía de la demanda.

- *Precios internacionales de materias primas.* Aun cuando las proyecciones macroeconómicas contemplan un incremento en el precio de las materias primas, podrían existir presiones a la baja ante un menor crecimiento de la economía mundial. No obstante, también existen elementos que señalan riesgos al alza ante acontecimientos geopolíticos en el Medio Oriente, Europa y acuerdos adicionales de restricción de oferta por parte de países productores de petróleo. Así, el impacto del componente importado en el horizonte de proyección de la inflación estaría en función del efecto que predomine.

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

- *Mayor deterioro financiero del Gobierno Central.* Un déficit del Gobierno Central mayor al contemplado en este ejercicio, restringiría el accionar de la política monetaria y generaría presiones hacia los precios en el mediano plazo, lo que pondría en peligro el cumplimiento del objetivo de inflación.

  Esta situación podría exacerbarse ante el escaso avance en los proyectos sustantivos de la reforma fiscal, lo cual podría incrementar la percepción de riesgo de parte de

las calificadoras y organismos internacionales sobre el desempeño futuro de la economía nacional.

- *Mayor depreciación del colón.* La implementación en el mediano plazo de las propuestas de campaña de la nueva administración estadounidense en temas relacionados con las políticas fiscal y comercial, podrían generar una mayor brecha fiscal en ese país y dificultades en países como Costa Rica para la atracción de inversión extranjera.

  Una política fiscal expansiva en Estados Unidos podría acelerar el proceso de normalización de la política monetaria en ese país. Un ajuste al alza en las tasas de interés internacionales más agresivo de lo esperado incentivaría la reversión en los flujos de capitales, en mayor medida en economías emergentes y en vías de desarrollo. Por otra parte, la dificultad para atraer inversión extranjera, limitaría el financiamiento de largo plazo del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos.

  En un contexto de menor disponibilidad de recursos externos habría presiones alcistas sobre el tipo de cambio con consecuencias directas sobre los precios locales.

- *Mayores expectativas de inflación.* Si bien a noviembre de 2016 alcanzaron 20 meses dentro del rango objetivo de inflación, el impacto de una mayor inflación importada sobre los precios locales, la ausencia de una solución estructural para las finanzas públicas y presiones a la depreciación del colón podrían desviar las expectativas de inflación del rango meta y provocar presiones adicionales sobre la proyección central de inflación (efectos de segunda ronda).

- *Choques de oferta por condiciones climatológicas adversas.* Dependiendo de la intensidad y duración, podría tener consecuencias sobre el desempeño de la actividad agropecuaria, la infraestructura vial, los costos de producción y la capacidad de crecimiento de la economía costarricense.