

PRONÓSTICO DEL DESEMPEÑO DE LA ECONOMÍA COSTARRICENSE I TRIMESTRE Y AÑO 2016

El modelo desarrollado por el Instituto de Investigaciones en Ciencias Económicas de la Universidad de Costa Rica (IICE) permite hacer pronósticos de corto plazo, sobre tres variables relevantes del desempeño de la economía nacional: el crecimiento del Producto Interno Bruto, la tasa de inflación y la tasa de interés. Para el IICE, es de especial interés la divulgación de estos resultados como un aporte a la discusión nacional sobre la evolución de la economía y de esta forma proveer al público información especializada para la toma de decisiones.

Rudolf Lücke

La estimación de los parámetros de este modelo de pronóstico de corto plazo se basó en 100 datos trimestrales, que van del primer trimestre del año 1991 al tercer trimestre del año 2015. Con estos parámetros, se realizó una estimación para el PIB al cuarto trimestre del 2015, la cual corresponde al dato de crecimiento anual. A su vez se estima el crecimiento, la inflación y la tasa de interés para el primer trimestre del año 2016 y para el año 2016. Aparte del PIB y la balanza de pagos, el resto de las variables están actualizadas al mes de diciembre del 2015; es decir que, para efectos del modelo de periodicidad trimestral, se tienen datos al tercer trimestre del 2015.

La fuente principal de información para el modelo son los datos publicados en la página web del Banco Central de Costa Rica y del Departamento de Comercio de los Estados Unidos. Las principales ecuaciones de comportamiento modelan el producto interno bruto, el crecimiento en los precios y la tasa de interés.

El crecimiento acumulado de los últimos 12 meses a septiembre del 2015 es de un 2,8%, cifra dentro del rango establecido en el pronóstico del IICE. Para el

cuarto trimestre del 2015, se mantuvo el rango de crecimiento estimado al inicio del año de entre el 2% y el 3%, el cual corresponde al dato anual del 2015; es decir, no se espera que el crecimiento del año supere el 3% ni que sea inferior al 2%. Para el año 2016 el estimado de crecimiento se encuentra en el rango entre 3% y 4% que, aunque mayor al del año anterior, es insuficiente para lograr disminuciones significativas en la tasa de desempleo y en la pobreza, por lo que es de esperar que no se observen resultados favorables en estos dos indicadores en el corto plazo.

Con respecto a la inflación, esta finalizó el año en -0,81%, la cifra históricamente más baja desde 1965. Esta disminución de los precios se da a pesar del aumento en el mes de diciembre de un 0,2%, ya que los seis meses anteriores registran disminuciones. Estimamos que existe una alta probabilidad de que la inflación continúe en terreno negativo durante el primer trimestre dada la evolución actual de los precios, los ajustes en el precio de los combustibles, la estabilidad cambiaria y el uso de una nueva base para el cálculo del Índice de Precios al Consumidor con una canasta actualizada a junio del año 2015. El rango estimado para el primer trimestre del

año 2016 se encuentra entre -0,5% y 0% y, para finalizar el año 2016, se estima una inflación en terreno positivo pero aun significativamente baja, entre 1,5% y 2,5%, por debajo de la meta del BCCR.

En lo que respecta a la tasa de interés, durante el año 2015 se observó una paulatina disminución al pasar de 7% en el primer trimestre del año a finalizar el año en 5,95%. Contribuyó a ese resultado el exceso de liquidez, la baja inflación, la ausencia de presiones alcistas en las tasas de interés internacionales y el financiamiento de parte del déficit fiscal con recursos externos. De allí que, a pesar del elevado déficit fiscal, el impacto en tasas de interés no ha sido aún importante. Si el gobierno logra financiar al menos una tercera parte del déficit fiscal con recursos en moneda extranjera, estimamos que la tasa básica pasiva

experimentará reducciones adicionales debido al cambio en la metodología de cálculo, ubicándose entre 5% y 6% en el primer trimestre (interanual) y entre 4,5% a 5,5% al finalizar el año.

No se observan cambios importantes en relación con la situación fiscal; no obstante, para este año el Ministerio de Hacienda no posee los recursos de los eurobonos que tuvo durante los últimos cuatro años, por lo que, en ausencia de acceso a préstamos de organismos internacionales, el gobierno tendrá que acudir al mercado interno para financiarse; dependiendo del mecanismo que utilice, podría presionar las tasas de interés en dólares y, eventualmente, en colones.

ECONOMÍA CRECERÁ MÁS, LA TASA BÁSICA BAJARÁ PERO NO NECESARIAMENTE LAS DEMÁS TASAS DE INTERÉS, EL TIPO DE CAMBIO SE MANTENDRÁ ESTABLE Y LA INFLACIÓN SERÁ MENOR QUE LA META DEL BCCR. LA PRESIÓN FISCAL SE ACUMULA.

I. PRONÓSTICO PARA EL I TRIMESTRE Y AÑO 2016

Los resultados del pronóstico para I trimestre y año 2016 se encuentran en el Cuadro 1

CUADRO 1
PRONÓSTICO DEL DESEMPEÑO ECONÓMICO PARA EL I TRIMESTRE Y AÑO 2016

	I 2015	II 2015	III 2015	IV 2015	I 2016	IV 2016
PIB acumulado ult 4 trimestres (%)	3,2	2,8	2 a 3	2 a 3	2,5 a 3,5	3 a 4
Inflación (% cambio interanual)	3,1	1,0	-0,86	-0,81	-0,5 a 0	1,5 a 2,5
Tasa Básica Pasiva final del periodo (%)	7,1	6,8	6,6	6,0	5 a 6	4,5 a 5,5

*Los valores con fondo oscuro corresponden a pronósticos del IICE; los demás, a datos observados.
Fuente: BCCR y estimación propia del IICE.

A. Crecimiento

El crecimiento del PIB acumulado para el año 2015 se encuentra entre el 2% y el 3%, rango inferior al registrado un año atrás, y muy similar al crecimiento observado en los últimos seis meses. Estimamos que en el primer trimestre del 2016 el PIB aumentará entre 2,5% y 3,5% y que en el año la economía crecerá entre 3% y 4%, rango superior al estimado el pasado año, pero inferior a la meta del BCCR.

El escenario externo supone un crecimiento de Estados Unidos del 2,8% para el 2016, y una leve mejoría en el crecimiento estimado para Europa a 1,6%. Se espera que este año los factores climáticos que afectaron las exportaciones de piña y banano en el 2015 no estén presentes y tampoco pesará el efecto Intel. Sí se mantiene el efecto del tipo de cambio, siendo que el colón se revaluó significativamente frente a otras monedas de países competidores e incluso frente al dólar.

Junto con la continuada caída en el precio internacional de los combustibles y de otras materias primas, los factores anteriores permitirán una mejora importante en la situación comercial con el resto del mundo, volviendo el sector externo a reforzar el crecimiento económico. El crecimiento estimado del PIB para el año 2016 es insuficiente para reducir en forma significativa las tasas de desempleo. El modelo macroeconómico del IICE viene apuntando a un posible cambio de tendencia en la producción desde el tercer trimestre del año 2015 lo que, de confirmarse, reafirmaría la estimación de que la tasa de crecimiento para el 2016 será más alta que el año previo.

B. Precios

Durante el 2015 el índice general de precios al consumidor registró una disminución del 0,8%, la tasa de inflación más baja en 50 años. Entre los factores que explican la baja en el ritmo de inflación están la drástica disminución en el precio internacional del petróleo y otras materias primas, la leve apreciación y estabilidad del tipo de cambio y la relativa debilidad de la demanda interna. Adicionalmente, se produjo un cambio en la canasta de bienes y servicios utilizadas para medir el Índice de Precios al Consumidor, en donde la base pasó de junio 2006 a junio 2015. Entre los principales aspectos que incluyen este ajuste realizado por el INEC se encuentra la actualización de la canasta de bienes y servicios, y por ende la actualización

de las ponderaciones, a la vez que se renovó la muestra de establecimientos y se diseñó un nuevo sistema informático. Dado que aumentó la ponderación de bienes y servicios cuyo precio disminuyó en el 2015, el cambio de base contribuyó a la disminución en el IPC.

Para este año no se prevén presiones inflacionarias; por el contrario, es probable que el precio internacional de los combustibles y de otras materias primas se mantenga bajo e incluso disminuya más, lo que favorece la balanza de pagos y contribuye a la estabilidad en el tipo de cambio nominal evitando presiones en los precios derivadas de la devaluación. El rango interanual estimado para el primer trimestre del año 2016 se encuentra entre -0,5% y 0% y, para finalizar el año 2016, estimamos una inflación entre 1,5% y 2,5%, por debajo del rango meta del BCCR.

C. Tasa de interés

Durante el 2015 la tasa básica pasiva registró un descenso desde 7,2% en enero a 5,9% en diciembre de ese mismo año. Dicho descenso se materializa principalmente por una baja en la tasa de captación de los bancos públicos; en efecto, un 72% de la disminución en la tasa básica se debió al ajuste realizado por la banca pública, mientras que el aporte de la banca privada fue de 16%, y el restante 12% es aportado entre cooperativas y mutuales. La baja se da en un contexto de reducción en el nivel de precios y de exceso de liquidez consecuencia de una política monetaria expansiva y menor crecimiento del crédito en moneda nacional.

Para el 2016 el BCCR anunció que continuará implementando una política monetaria expansiva, para lo que redujo en enero la tasa de política monetaria (TPM) a 1,75%. No obstante, el traspaso de las rebajas en dicha tasa al resto del sistema ha sido lento e incompleto. El cambio en la metodología del cálculo de la tasa básica que comenzará a regir en febrero no parece ser un paso acertado en esa dirección, ya que genera una disminución artificial de aproximadamente 135 puntos base en dicha tasa de referencia, que no necesariamente beneficiará a los actuales deudores de crédito por la existencia de tasas piso, ni a los nuevos deudores porque los bancos pueden ajustar el margen sobre la tasa de referencia. Pero sí afectará negativamente a los ahorrantes, que recibirán una tasa más baja, y a los tenedores de títulos

referenciados a la tasa básica, cuyo precio bajará por el cambio en metodología.

Si el objetivo del BCCR es que las tasas activas bajen para estimular la demanda de crédito, quizás la disminución del encaje mínimo legal genere mejores resultados que disminuciones adicionales en la TPM. Después de todo, el encaje representa un importante costo en el margen de intermediación y es una herramienta monetaria a la que el BCCR prácticamente ha renunciado al mantenerla en su nivel máximo durante ya más de una década.

Con respecto al impacto que el continuado deterioro en las finanzas públicas pueda tener sobre las tasas de interés, este dependerá de la forma en que el Gobierno Central logre financiar el déficit. Si la parte que en años anteriores financiaba en el exterior la financia en el mercado local, emitiendo títulos en dólares, aumentará la tasa de interés en dólares y, al bajar las de colones por el cambio metodológico antes mencionado podría darse un movimiento de depósitos de colones a dólares. El efecto cambiario dependerá de la procedencia de los dólares pero, dado que el gobierno requerirá cambiarlos a

colones es previsible que, aunado al bajo nivel del precio internacional de los combustibles, más bien se estará en presencia de un mercado superavitario en dólares, en el que el BCCR tendrá que comprar los excedentes y luego esterilizar los colones emitidos, aumentando así las pérdidas del instituto emisor. Por otra parte, el recurrir al endeudamiento externo del déficit en condiciones de mercado implica asumir un riesgo cambiario que fácilmente anularía cualquier diferencial en la tasa de interés entre monedas.

Para el 2016, estimamos que la tasa básica pasiva experimentará reducciones adicionales debido al cambio en la metodología de cálculo, ubicándose entre 5% y 6% en el primer trimestre (interanual) y entre 4,5% a 5,5% al finalizar el año. Es importante no perder de vista que la disminución de la tasa básica no implica necesariamente una baja en las demás tasas de interés de la economía; algunas de más largo plazo podrían incluso experimentar aumentos en ausencia de avances en materia fiscal y posibles degradaciones en la calificación de riesgo-país.

HECHOS RELEVANTES

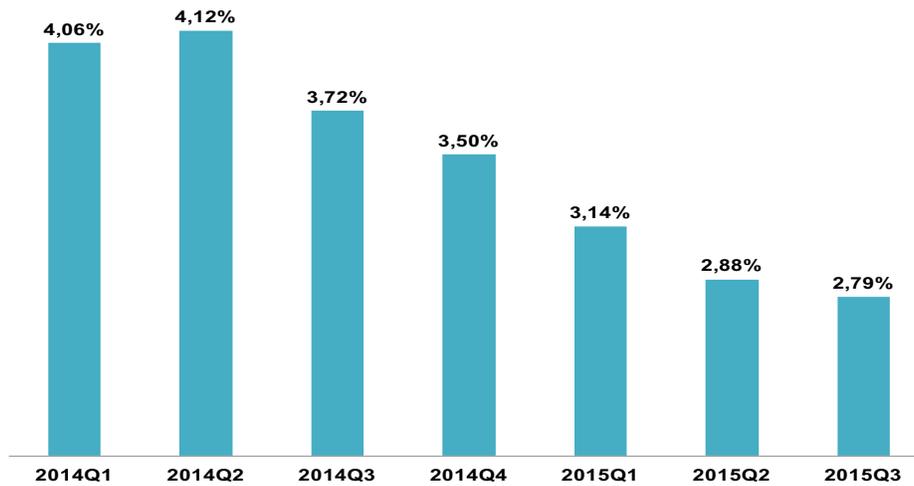
Crecimiento económico

Para el tercer trimestre del año 2015 el crecimiento fue de un 2,8%, observándose desde el segundo trimestre del 2014 un descenso continuo en el promedio acumulado de los últimos cuatro trimestres. Dado que esta tendencia se mantuvo durante el segundo trimestre del 2015 se estima que el dato para finales del año 2015 se encontrará cercano a ese 2,8% (véase gráfico 1).

Si se analizan los componentes de la demanda interna, se observa que el consumo privado, que es el componente de mayor peso dentro del Producto Interno Bruto, crece a un ritmo cercano al 4,4%, lo que, aunado a la contracción de las exportaciones hizo que el crecimiento económico el año pasado fuera impulsado por la demanda interna. Por su parte, el consumo público crece a un ritmo del 3,5% registrando un leve descenso en su tasa de crecimiento en los últimos meses del año 2015.

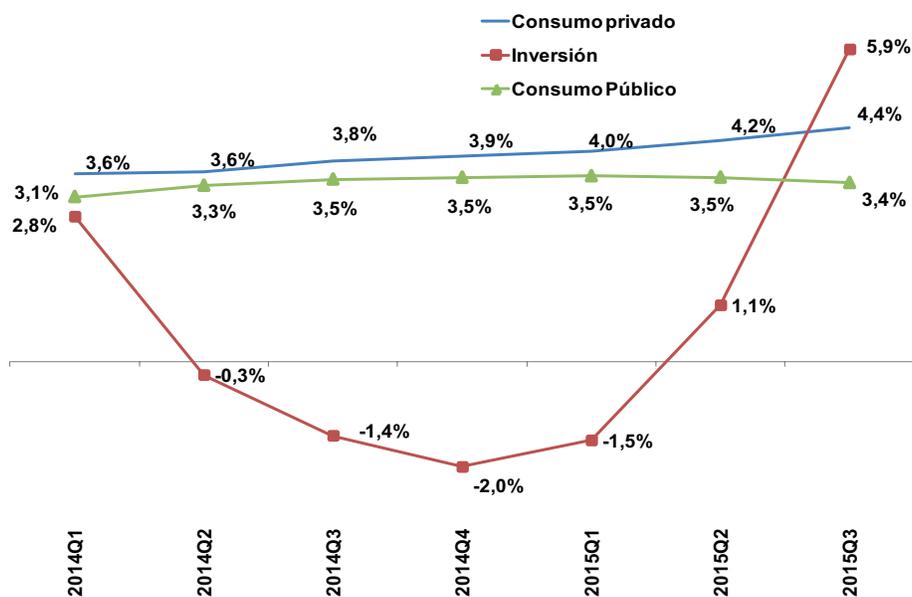
La Formación Bruta de Capital, que venía decreciendo desde mediados del año 2014, registró su primer valor positivo en el segundo trimestre del 2015, y ya para el tercer trimestre del año registra aumentos del 5% (véase gráfico 2). Lo anterior es resultado de una mayor adquisición de maquinaria y equipo por parte de las empresas así como un incremento en la construcción, lo que genera un impacto positivo en la inversión real en la economía. Es relevante mencionar que si se desagrega la inversión en sus dos componentes (inversión en capital fijo y cambio en inventarios), al tercer trimestre del 2015 se da una mayor inversión en capital fijo, que crece 5,8%, y un descenso en la cantidad de inventarios, es decir se da un desacumulación de inventarios. Esto debido principalmente al cierre del año fiscal en el mes de septiembre, y presumiblemente a la visión más cautelosa con respecto al futuro que tenían las empresas pues en vez de producir comienzan a vender sus existencias.

GRÁFICO 1
TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO ACUMULADO DE LOS ÚLTIMOS CUATRO TRIMESTRES



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

GRÁFICO 2
TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA INTERNA (CONSUMO PRIVADO, CONSUMO PÚBLICO Y FORMACIÓN DE CAPITAL)¹

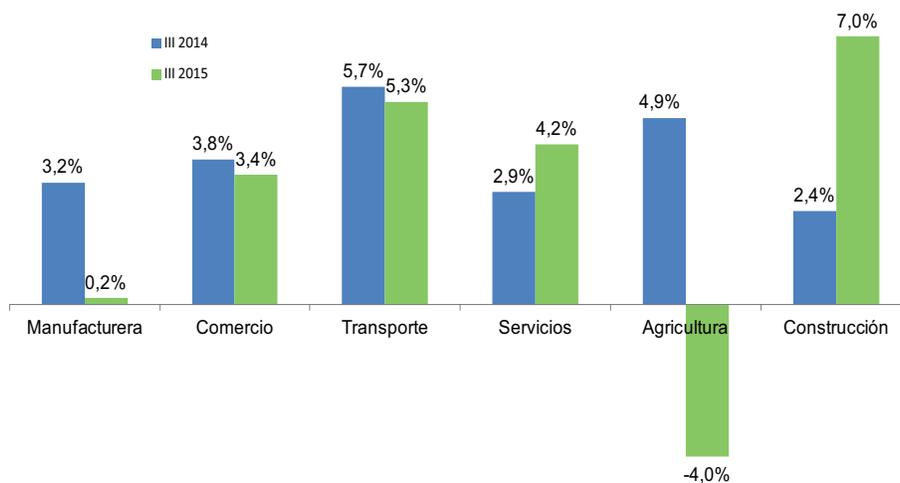


Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

De la información del valor acumulado por actividades de los últimos cuatro trimestres de las cuentas nacionales al tercer trimestre del año 2015 (Gráfico 3), se observa que los sectores de la economía (manufactura, comercio, servicios, transporte construcción y agricultura) registran un incremento medio superior al 2,5%, lo que se refleja en un crecimiento sumamente bajo en comparación con años anteriores. El sector agrícola es el que experimenta el mayor rezago, mostrando una tasa de crecimiento negativa de -4% a septiembre del corriente, afectado

por problemas climatológicos a nivel nacional. En el caso de los sectores de servicios y construcción, se observa un mayor crecimiento acumulado con respecto al 2014, siendo los dos únicos sectores de la economía con este comportamiento; no obstante, cabe señalar que este resultado viene de la mano con la disminución que internamente se ha observado en el precio de los combustibles a lo largo del presente año y del leve repunte que ha registrado el mercado de crédito en la economía.

GRÁFICO 3
TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO ACUMULADO DE LOS ÚLTIMOS CUATRO TRIMESTRES SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA (DATOS A SETIEMBRE 2014 Y SETIEMBRE 2015)



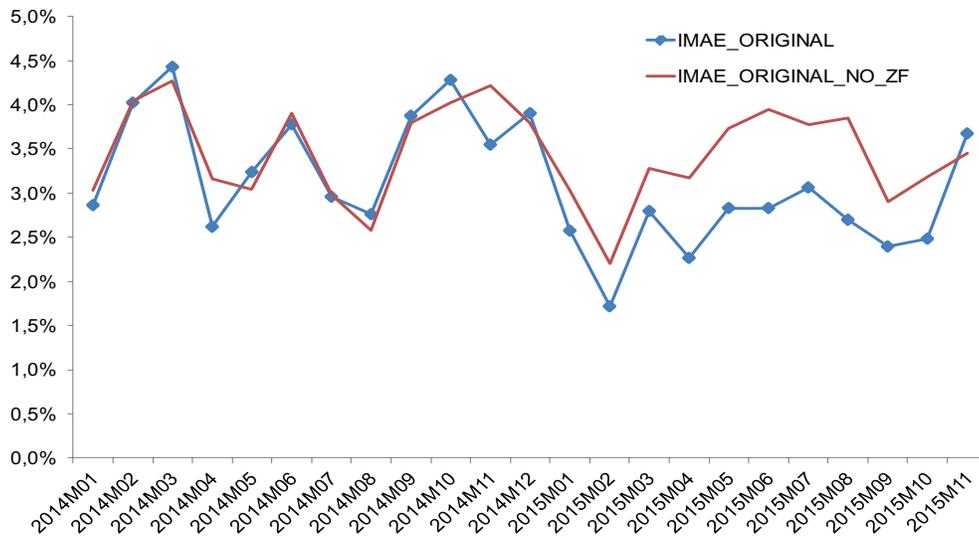
Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

Este entorno de moderado crecimiento se acentúa cuando se analiza la variación interanual de la tendencia del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE). En el Gráfico 4 se muestra la desaceleración de la actividad económica que se da desde mediados del 2014, y se mantiene durante el primer semestre del año 2015 al pasar el crecimiento interanual de la actividad económica de 5% a menos de 2,5%. No obstante para el tercer trimestre del año 2015 se empieza a observar una mejoría

en la tasa de crecimiento llegando a crecer cerca del 4%

El gráfico 4 también permite observar la mayor convergencia de las tasas de crecimiento entre el IMAE tomando en cuenta la actividad de las zonas francas, y cuando no se toma en cuenta dicha actividad. La diferencia entre ambos ha disminuido producto de que el efecto de la salida de Intel es cada vez menos perceptible en la economía.

GRÁFICO 4
TASA DE VARIACIÓN DEL ÍNDICE MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA INCLUYENDO ZONAS FRANCAS Y SIN
INCLUIR ZONAS FRANCAS.
(ENERO 2014 – NOVIEMBRE 2015)



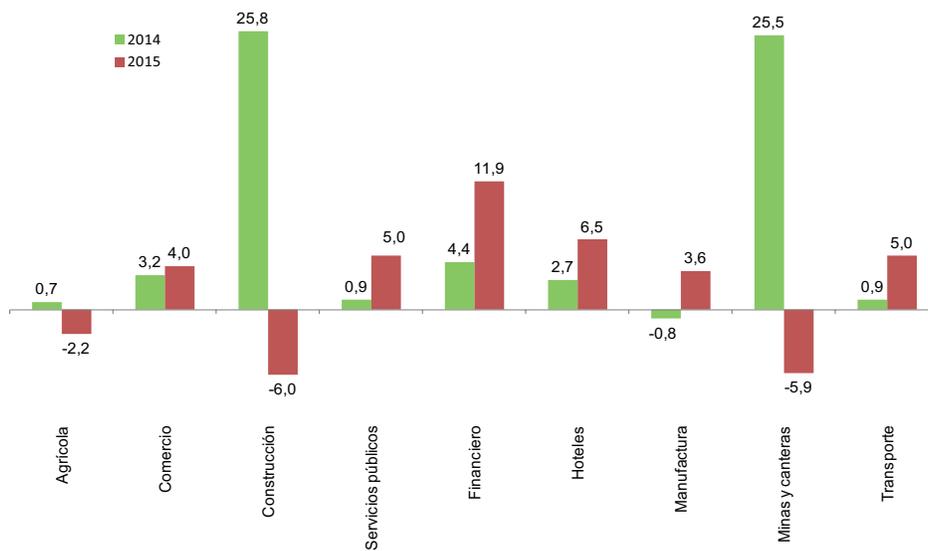
Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

Al analizar el nivel de actividad económica por medio de la tasa de crecimiento interanual del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) por industria al mes de noviembre, se observa que, a excepción de la construcción, el sector agrícola, y minas -actividades que registraron un crecimiento menor en noviembre del presente año con respecto a un año atrás - el resto de actividades en la economía registraron un incremento en el ritmo de crecimiento con respecto al año anterior (véase gráfico 5). En el caso del sector agrícola, es importante señalar que este redujo su decrecimiento al registrar una caída del 2,2% en su nivel de actividad económica, siendo esta caída del 4% un trimestre atrás. Sectores como el financiero (11%), Hotelero (6,5%), el de

transporte (5%) y el de manufactura 3,6% registran tasas de crecimiento positivas, lo que marca una tendencia más positiva en la producción para este año 2016 con respecto a lo que fue el 2015.

En suma, la desaceleración en el producto observada durante el 2015 se debió fundamentalmente al decrecimiento en las actividades agropecuarias y de manufactureras y al estancamiento en hotelería. Las agropecuarias por efectos climáticos y las industriales por el efecto Intel; en este sentido es de esperar que estas condiciones no estén presentes en el 2016 y por ende se acelere la tasa de crecimiento de la economía.

GRÁFICO 5
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL ÍNDICE MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICO (NOVIEMBRE 2014 Y NOVIEMBRE 2015)



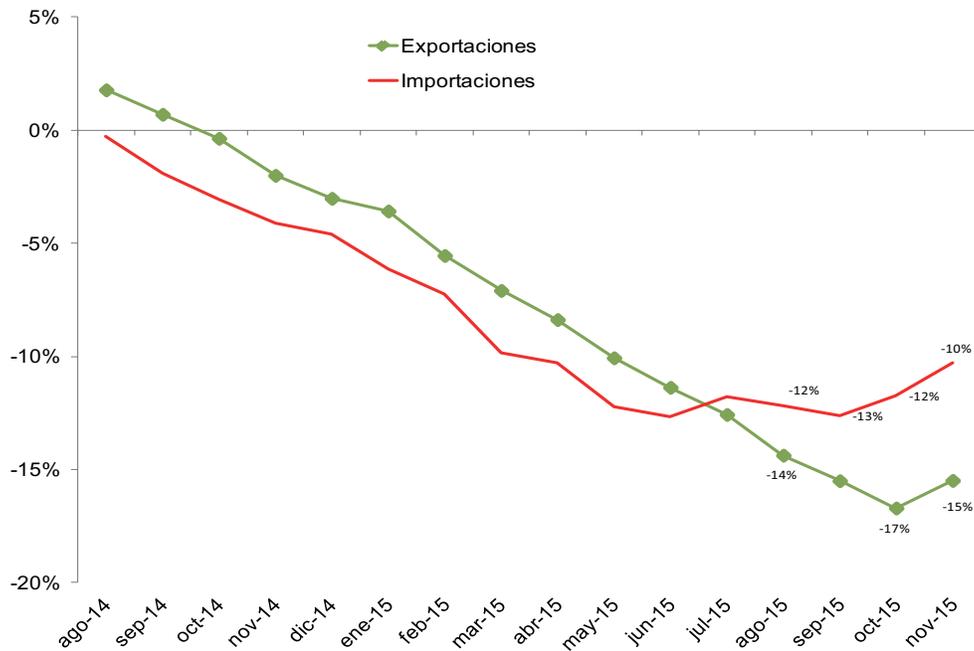
Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

Sector Externo

El sector externo ha venido mostrando un deterioro constante desde inicios del año 2014: tanto las exportaciones como las importaciones han mostrado una reducción en sus tasas de crecimiento, hasta el punto de que las importaciones se redujeron en más de un 13% en un año y las exportaciones en un 17% (véase gráfico 6).

No obstante en el último trimestre del 2015 la tasa de crecimiento de las exportaciones e importaciones registro una menor reducción, lo que podría marcar el fin del deterioro del sector externo pues ya el efecto Intel que fue el que mayor impacto genero en el sector externo, parece ya haber sido interiorizado por la economía durante el año 2015.

GRÁFICO 6.
CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES ACUMULADAS DE LOS ÚLTIMOS DOCE MESES.

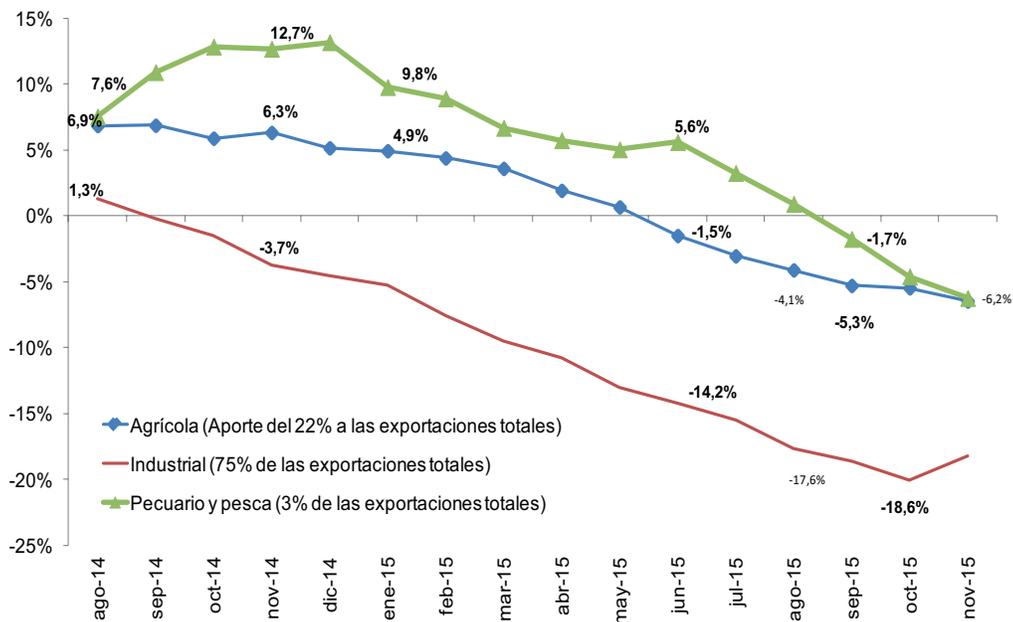


Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

Al desagregar las exportaciones en tres principales macro-sectores (agrícola, industria y pecuario) se observa que los tres sectores muestran un crecimiento negativo en sus exportaciones a noviembre del 2015. El ritmo de crecimiento de las exportaciones viene

disminuyendo desde finales del año 2014: la industria redujo sus exportaciones en un 17%, mientras que el sector agropecuario lo hizo en un poco más del 6% (véase gráfico 7).

GRÁFICO 7
CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS EXPORTACIONES SEGÚN MACRO SECTOR

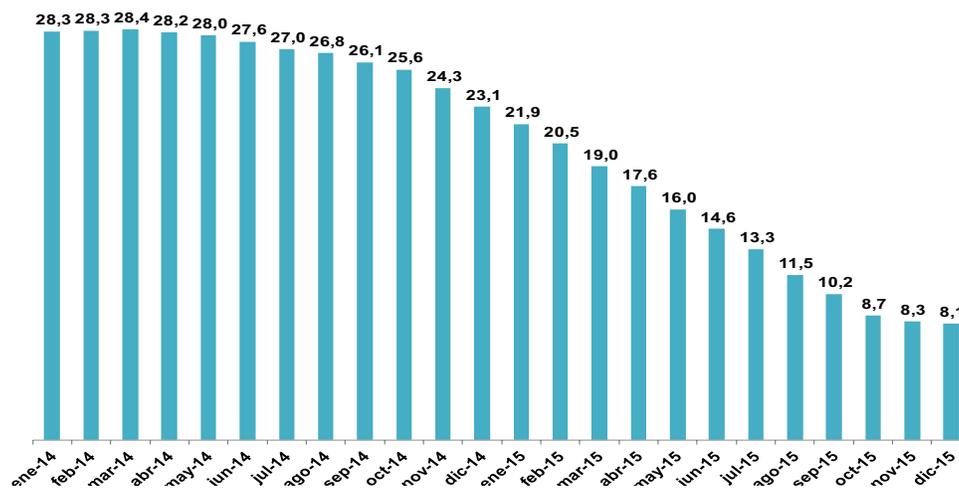


Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

Tanto la disminución en las exportaciones como en las importaciones del sector industrial se deben principalmente al efecto de la salida de Intel; el descenso de las exportaciones del sector de electrónica fue de más

de dos mil quinientos millones de dólares, haciendo que estas pasaran de representar más del 28,3% de total de las exportaciones de bienes, a menos del 9% en 23 meses (véase gráfico 8).

GRAFICO 8
APORTE PORCENTUAL DE LAS EXPORTACIONES DEL SECTOR DE ELECTRÓNICA, AL TOTAL DE EXPORTACIONES DE BIENES
(DATOS ACUMULADOS DE LOS ÚLTIMOS 12 MESES)



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

Si desagregamos esta información según régimen de exportación, se tiene que el impacto más fuerte de la reducción en el ritmo de exportaciones corresponde al

segmento de empresas que se encuentran en zonas francas (véase cuadro 2).

CUADRO 2
PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LAS EXPORTACIONES SEGUN LOS TRES MACROSECTORES DENTRO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES, SEGÚN RÉGIMEN (A NOVIEMBRE DE CADA AÑO)

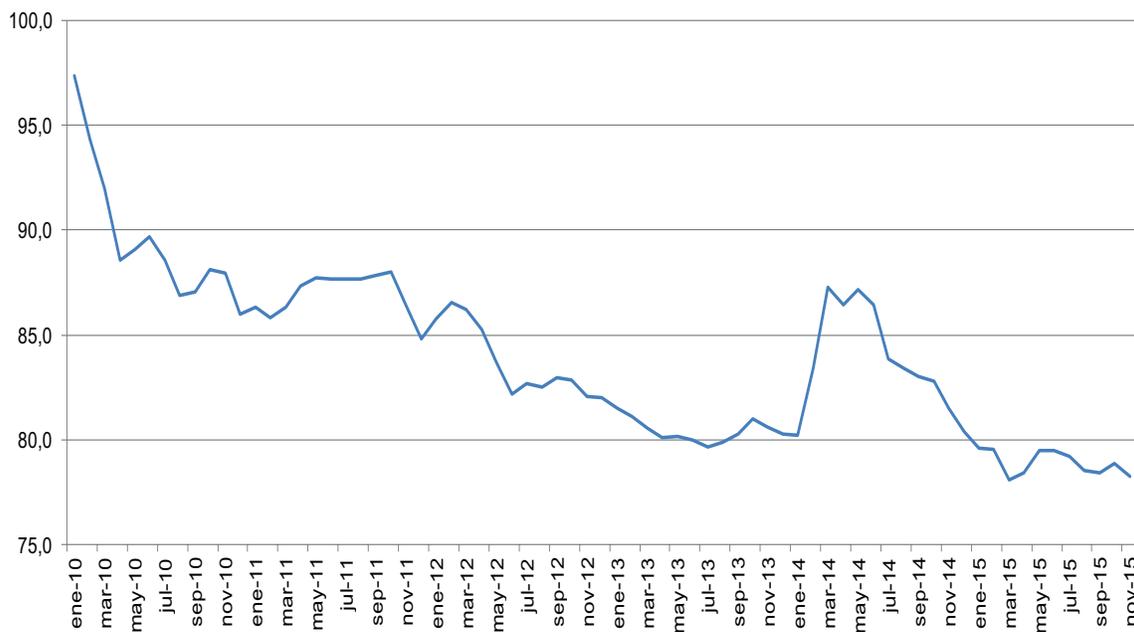
	Definitivo		Perfeccionamiento Activo		Zona Franca	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Agrícola	22%	25%	0%	0%	1%	1%
Industrial	22%	24%	1%	1%	50%	46%
Pecuario y pesca	2%	3%	0%	0%	1%	1%

Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

Las exportaciones del sector industrial realizadas desde el régimen de zonas francas pasaron de representar un 50% del total de exportado en bienes a nivel nacional a 46%, reducción atribuida a la salida de la sección de manufactura de la empresa Intel y posiblemente también a la pérdida de competitividad producto de la apreciación real del colón. El resultado observado en el sector externo podría estar también relacionado al efecto que ha tenido el menor ritmo de crecimiento de nuestros principales

socios comerciales (Europa crece por debajo del 2% y Estados Unidos por debajo del 3%); aunado a esto, los productos costarricenses comercializados en el exterior son cada vez menos competitivos en términos de sus costos relativos ya que el tipo de cambio real muestra un descenso considerable y paulatino, el cual responde a la apreciación del colón que se observa desde finales del 2006 (véase gráfico 9).

GRAFICO 9
EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL (ENERO 2006 - NOVIEMBRE 2015)



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Tal y como se puede observar en el gráfico 9, el colón sufrió una revaluación real interanual del 4% a noviembre del 2015, lo que hace pensar que el colón se encuentra nuevamente sobrevaluado. El Gráfico 10 muestra que, mientras que los precios minoristas de Costa Rica continuaron aumentando en relación a los de Estados Unidos, el tipo de cambio nominal –que con las

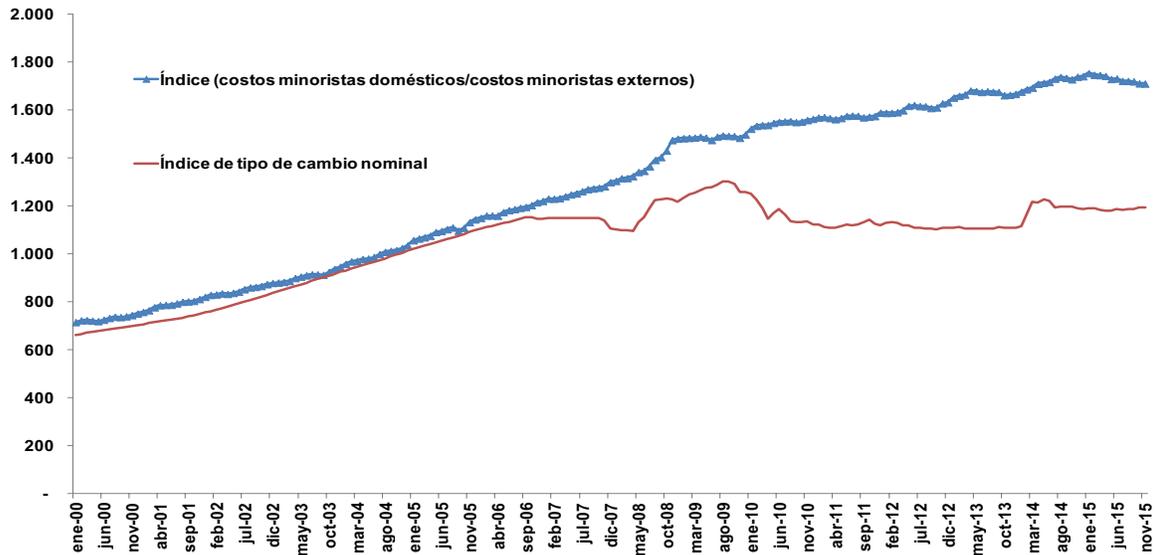
minidevaluaciones se ajustó por el diferencial de precios– se ha mantenido relativamente constante desde el 2007, lo que implica un proceso de revaluación importante que afecta la competitividad del país, más aun si países que son socios comerciales y competidores directos de Costa Rica han devaluado tal y como se observa en el Cuadro 3.

CUADRO 3.
DEVALUACIÓN INTERANUAL DURANTE EL AÑO 2015 EN UNA SELECCIÓN DE
PAÍSES LATINOAMERICANOS

Definitivo	Devaluación (2015)
Argentina	51,2%
Brasil	46,7%
Colombia	32,5%
Mexico	16,0%
Chile	15,6%
Peru	14,8%
Nicaragua	5,5%
Honduras	4,0%
Guatemala	0,5%
Costa Rica	-0,4%

Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

GRÁFICO 10
EVOLUCIÓN DE LA RELACIÓN DE PRECIOS MINORISTAS CR/USA Y DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL, 2000-2015



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

Tasa de interés

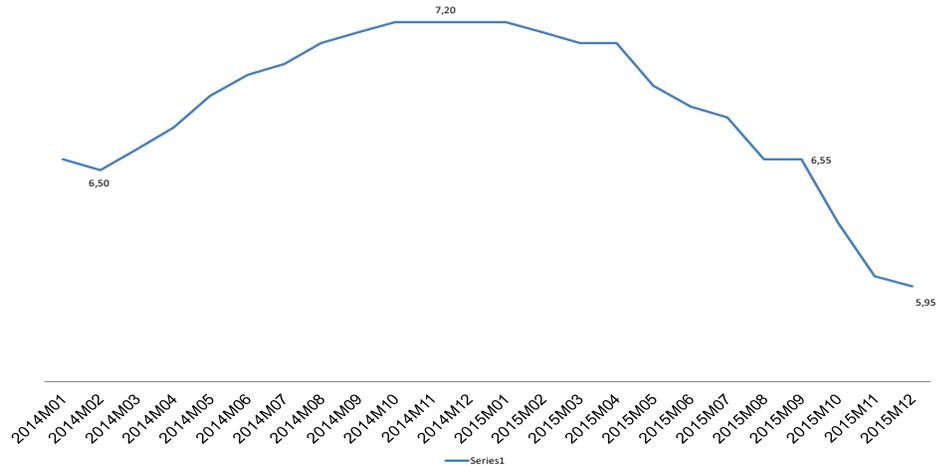
La tasa de interés durante el año 2015 mostró un descenso importante desde 7,2% a inicios del año a 5,9% al finalizar el 2015. Aspectos como la abundante liquidez en la banca comercial, un mercado de crédito con un lento crecimiento debido al bajo desenvolvimiento de la actividad económica, tasas internacionales bajas y un Ministerio de Hacienda que a pesar de continuar con un elevado déficit fiscal, no ha presionado de forma considerable las tasas de interés domésticas contribuyeron a la disminución.

La presión que el Ministerio de Hacienda pueda hacer sobre las tasas de interés dependerá de cómo se logre

financiar el déficit fiscal; en el tanto el Ministerio de Hacienda se financie con endeudamiento interno en colones, las tasas de interés en colones exigidas por el sistema financiero se incrementarán. Durante el segundo semestre del 2015 el Ministerio de Hacienda redujo su colocación de deuda, lo que redujo el impacto sobre las tasas de interés.

La baja que se observa desde inicios del año 2015 se debe principalmente a la disminución en los rendimientos a seis meses de los certificados de los bancos públicos, los cuales ponderan más del 50% en el cálculo de la tasa básica pasiva (véase gráfico 11 y 12), en el contexto de una política monetaria expansiva y bajas en el nivel de precios.

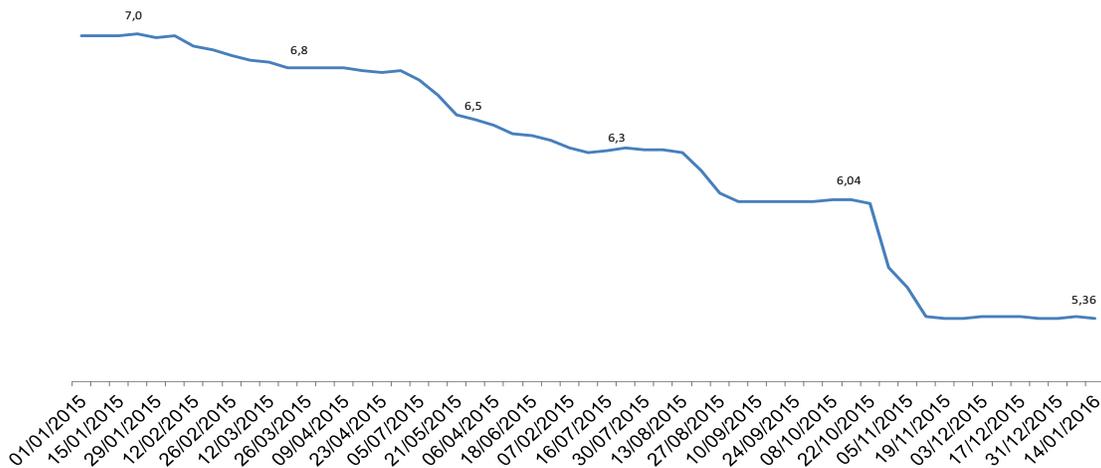
GRAFICO 11
EVOLUCIÓN DE LA TASA BÁSICA PASIVA DURANTE EL AÑO 2014 Y 2015



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica

La tasa de interés otorgada por los bancos públicos, para el periodo comprendido entre 150 y 210 días, ha mostrado un descenso considerable al reducirse en más de un punto porcentual en lo que va del 2015 (véase gráfico 12).

GRAFICO 12
TASA PASIVA DE LOS BANCOS PÚBLICOS PARA VALORES EN PERIODOS DE 150 A 210 DÍAS



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

Aunado a lo anterior, los bancos privados y cooperativas mantuvieron las tasas de interés muy estables; si bien es cierto se registran ligeras disminuciones, en términos de puntos porcentuales los bancos estatales lideran la baja, siendo suficiente para la disminución del 7,2% a 5,9% observada en la tasa básica pasiva.

Los niveles de liquidez a nivel nacional, la estabilidad cambiaria, el bajo crecimiento de los precios, y la poca presión que el Ministerio de Hacienda ha ejercido sobre las tasas de interés en el corto plazo, harían posible disminuciones adicionales, dentro del rango de 4,5% y 5,5% para finales del año. No obstante, consideramos que el margen para bajadas mayores es limitado, dado el carácter transitorio de la excepcionalmente baja inflación y la prevalencia de expectativas de inflación aún cercanas a 4%. No debe subestimarse tampoco el efecto que el proceso que ya inició de alzas en la tasa de fondos federales pueda tener.

Cabe recordar que, como ya se señaló, a partir de febrero del presente año se prevé un cambio en la tasa básica pasiva producto de una modificación en la metodología que se utiliza para su determinación. En este sentido el Banco Central pretende que el cálculo de la tasa de referencia no se limite a los depósitos realizados en los intermediarios financieros en el periodo de 150 a 210 días, sino que incluya todos los plazos a los cuales las entidades del sistema financiero captan sus recursos. Aunado a esto, el Banco Central plantea realizar el ajuste pero de forma suavizada, en un periodo de aproximadamente un año, por lo que la diferencia entre las series se va a distribuir en ese periodo de forma lineal; es de esperar que al final la tasa básica sería aproximadamente 135 puntos base más baja que la que se calcula actualmente, por el efecto de metodología. La nueva metodología presenta varias deficiencias, entre ellas que no refleja el costo de los recursos promedio ni para ningún plazo y es fácilmente manipulable al no ponderar las tasas por los montos captados a cada plazo. Lejos de facilitar el traspaso de cambios en la tasa de política monetaria, la nueva metodología hace menos transparente la función de la tasa básica como tasa de referencia.

Precios

Como ya se señaló, el índice de precios al consumidor al finalizar el año 2015 registró la primera variación negativa desde 1965. Varios factores contribuyeron a ese resultado, entre ellos la drástica reducción del precio internacional de los combustibles y otras materias primas, la revaluación y estabilidad del tipo de cambio y la moderación en el crecimiento económico. Pero también influyó la modificación a la base del Índice de Precios al Consumidor y a la canasta que este mide, ya que la canasta de bienes y servicios fue actualizada, estableciéndose en esta ocasión una canasta de 315 bienes y servicios, 8% superior a la canasta de bienes y servicios con base junio del 2006.

Esta modificación no solo implica la inclusión o eliminación de bienes y servicios específicos, sino que también modifica las ponderaciones que tiene cada uno de estos dentro del total de gastos del consumidor, modificando el resultado y comportamiento del índice de precios al consumidor. Al aumentar la ponderación de bienes y servicios cuyos precios experimentaron bajas en el 2015, el cambio de base contribuyó a acentuar la disminución en el índice general, que fue de -0,8%.

Situación Fiscal

Para el tercer trimestre del año 2015, los ingresos corrientes del Gobierno Central aumentaron con respecto a un año atrás, de 14,3% a 14,8% del Producto Interno Bruto; este cambio se debió a un aumento en los ingresos por impuestos de renta y otros ingresos tributarios. Algunos ingresos corresponden a rubros que no se repiten, como el impuesto a las sociedades o pagos de entidades financieras sobre litigios de periodos anteriores.

Del lado del gasto, el gasto corriente se mantuvo en 18,7%, mientras que el de capital aumentó levemente, de 1,7% a 1,9% del PIB. Este aumento en los gastos corrientes y de capital provocó que el gasto total como porcentaje del Producto Interno Bruto superara el 20%, lo que mantiene el déficit en un 5,8%.

Dado que los ingresos aumentaron levemente, el déficit entre junio y septiembre del 2015 se redujo marginalmente de 5,9% a 5,8% del PIB, una disminución marginal, que tenderá a deteriorarse en ausencia de medidas que aumenten ingresos o reduzcan gastos. (véase cuadro 4).

CUADRO 4
INGRESOS Y GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (I 2014 - II 2015)

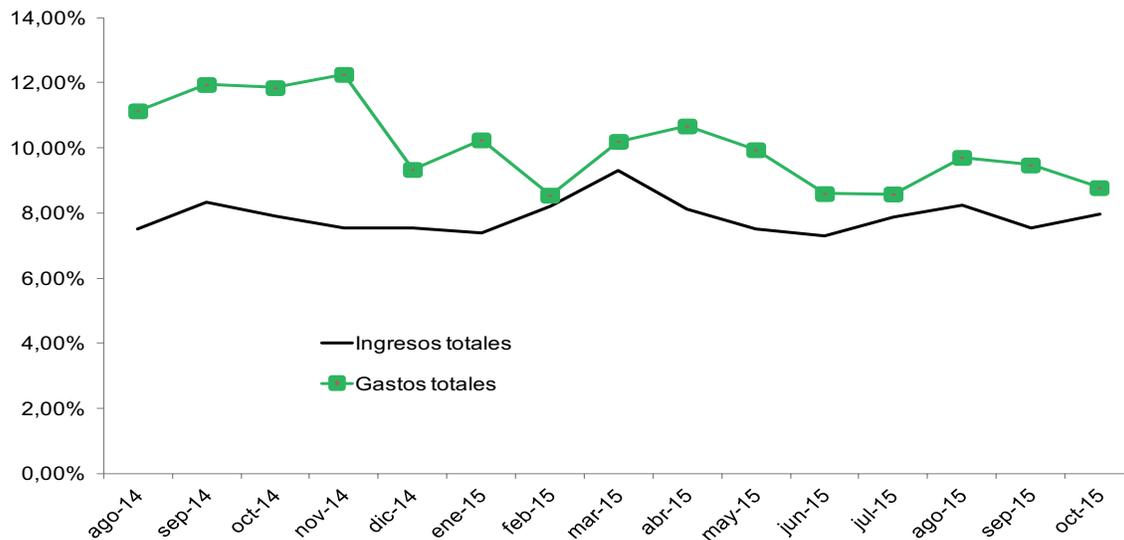
Desglose carga tributaria y gastos	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014	I 2015	II 2015	III 2015
Ingresos totales	14,4	14,3	14,4	14,3	14,2	14,4	14,3	14,8
Ingresos corrientes totales	14,4	14,3	14,4	14,3	14,2	14,4	14,3	14,8
Ingresos tributarios totales	13,4	13,3	13,3	13,3	13,2	13,3	13,3	13,8
Aduanas	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6
Sobre importaciones	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Sobre exportaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre ventas externas	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2
Sobre consumo	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Impuestos a los ingresos y utilidades	4,1	4,1	4,1	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3
Ventas internas	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,4	2,4
Consumo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros Ingresos tributarios	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,4
Ingresos no tributarios	1,0	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0
Contribuciones Sociales	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros Ingresos no tributarios	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Transferencias	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7
Gastos totales	19,8	19,9	20,1	20,0	20,0	20,2	20,3	20,6
Gastos corrientes totales	18,2	18,3	18,3	18,1	18,2	18,4	18,5	18,7
Gastos de capital totales	1,6	1,6	1,8	1,9	1,7	1,8	1,7	1,9
Déficit	5,4	5,6	5,7	5,7	5,7	5,8	5,9	5,8

Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

En el gráfico 14 se puede observar que en los últimos doce meses, a pesar de no registrarse una importante mejoría en la situación fiscal, el ritmo de crecimiento de los gastos totales ha disminuido levemente de 14% en

junio del 2014 a 8% un año después. En el caso de los ingresos estos se han mantenido crecimiento entre un 7% y un 8%.

GRAFICO 14
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL GASTO Y EL INGRESO TOTAL DEL GOBIERNO CENTRAL (AGOSTO 2014 - OCTUBRE 2015)

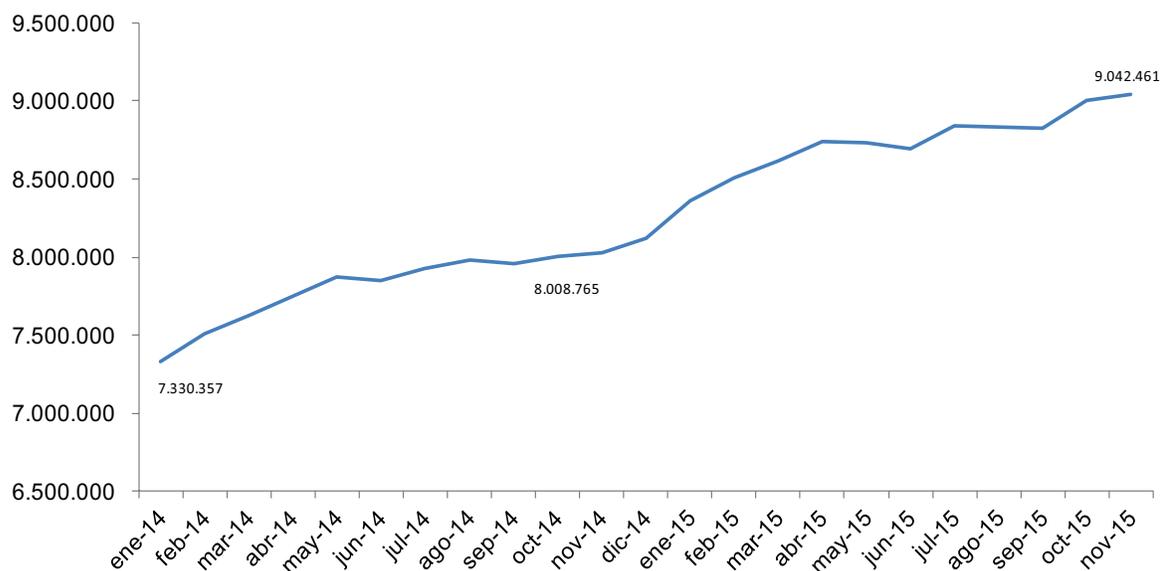


Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

El déficit fiscal y en especial el déficit primario del Gobierno Central ha sido financiado en el corto plazo con endeudamiento, tanto interno como externo; sin embargo, ya los recursos de los eurobonos no van a estar presentes durante el 2016, lo que genera un incremento

de la deuda bonificada del Gobierno Central, la cual ha aumentado a noviembre del 2015 de forma interanual un 12,7% y entre enero del 2014 y noviembre del 2015 se ha incrementado en más de un 23,4% (véase gráfico 15).

GRAFICO 15
DEUDA INTERNA BONIFICADA EN MILLONES DE COLONES
(ENERO 2014 - NOVIEMBRE 2015)



Fuente: IICE con datos del Banco Central de Costa Rica.

En relación con la deuda externa, el Ministerio de Hacienda completó ya las cuatro emisiones de bonos por un total de US\$4.000 millones, y ya para el primer trimestre del 2016 se habrán gastado la totalidad de los recursos de los eurobonos. En este sentido, y con el fin de resolver el problema de financiamiento de corto plazo que tiene el Gobierno Central, el Ministerio de Hacienda ha propuesto la emisión de títulos de deuda interna en moneda extranjera, por lo que es de esperar que para el 2016 el Ministerio de Hacienda pueda endeudarse en dólares pero de forma interna sin pasar por todos los procesos que una emisión de deuda externa requiere.

Un elemento importante a tomar en cuenta radica en la forma en la procedencia de los dólares que desea captar el Ministerio de Hacienda, es decir, si serán adquiridos con colones, en el mercado local, si provendrían de inversionistas que ya tienen dólares en Costa Rica o si se originan fuera del país; dependiendo de esto, podría darse un efecto sobre el tipo de cambio, las tasas de interés en dólares y los pasivos del Banco Central en

caso de que esta entidad se vea en la obligación de esterilizar las nuevas emisiones monetarias con el fin de mantener estable el tipo de cambio y la inflación dentro de su rango meta. En resumen, las preguntas relevantes serían: ¿cómo se financiará el déficit durante el año 2016 en ausencia de los recursos de los eurobonos y ante la lentitud con que pareciera movilizarse el tema de la reforma fiscal? y ¿Qué posición tomará el Banco Central ante un mayor ingreso de dólares al país producto de la venta de bonos internos en moneda extranjera?

Dada la magnitud de la brecha fiscal, el saldo de la deuda del gobierno central continuará creciendo como porcentaje del PIB, aproximándose a niveles que complicarían el acceso del país a recursos de organismos financieros multilaterales. Sin embargo, las consecuencias del abultado desequilibrio fiscal no se manifestarán en su verdadera dimensión en el 2016, gracias a factores externos que no necesariamente se mantendrán en el 2017.

