BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

70 aniversario

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ABRIL, 2020

Índice de contenido

ÍNDICE DE GRÁFICOS ..... **IV**

ÍNDICE DE CUADROS ..... **VII**

ÍNDICE DE RECUADROS ..... **VIII**

ABREVIATURAS ..... **IX**

PRESENTACIÓN **1**

RESUMEN **4**

CAPÍTULO 1. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL **11**

Actividad económica y empleo *11*
Precios y términos de intercambio *13*
Política monetaria y tasas de interés *15*
Mercados financieros internacionales *18*

CAPÍTULO 2. MARCO DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA **20**

Marco jurídico *20*
Marco de la política monetaria *21*
Instrumentos de la política monetaria *23*
Mecanismo de transmisión de la política monetaria *25*
Rezago en la transmisión y naturaleza prospectiva de las acciones de política monetaria *27*
Credibilidad y comunicación en el esquema monetario flexible de metas de inflación *28*

CAPÍTULO 3. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y MERCADO LABORAL **30**

Actividad económica antes de la crisis del COVID-19 ..... *30*
Cambios en la producción a partir de marzo del 2020 debido la crisis del COVID-19 ..... *33*
Mercado laboral *40*
Balanza de pagos *46*
Situación financiera del Gobierno Central *48*

CAPÍTULO 4. INFLACIÓN **51**

Comportamiento de los determinantes de la inflación *51*
Inflación general *53*
Inflación subyacente *56*
Inflación al productor de la manufactura *57*

CAPÍTULO 5. CONDICIONES FINANCIERAS..... 60

Liquidez de la economía y tasas de interés 60
Mercado cambiario 68
Crédito al sector privado y agregados monetarios 70

CAPÍTULO 6. PROYECCIONES Y BALANCE DE RIESGOS..... 75

Proyecciones para la economía mundial 75
Efecto del entorno internacional sobre la economía costarricense 77
Proyecciones para la economía local 2020-2021 80
Balance de riesgos 88

Índice de gráficos

Gráfico 1. Indicadores de la actividad económica mundial 12

Gráfico 2. Indicadores de empleo de Estados Unidos de América 13

Gráfico 3. Indicadores de precios internacionales 14

Gráfico 4. Costa Rica: términos de intercambio y precios de combustibles.....15

Gráfico 5. Tasa de política monetaria en países seleccionados...15

Gráfico 6. Rendimiento de los Bonos del Tesoro de EUA 18

Gráfico 7. Indicadores de mercados financieros internacionales..19

Gráfico 8. Indicadores de incertidumbre 19

Gráfico 9. Corredor de tasas de interés en el MIL 24

Gráfico 10. Índice mensual de actividad económica, variación interanual de la tendencia ciclo.....31

Gráfico 11. Índice mensual de actividad económica, variación interanual y trimestralizada.....31

Gráfico 12. Índice mensual de actividad económica por régimen de producción 32

Gráfico 13. Índice mensual de actividad económica por industrias 33

Gráfico 14. PIB real trimestral.....34

Gráfico 15. Indicadores de empleo 41

Gráfico 16. Tasa de ocupación y tarifa de hoteles promedio según plataformas *web* 43

Gráfico 17. Tasa de ocupación y tarifa de hoteles promedio según plataformas *web*: variación enero-abril por provincia.....43

Gráfico 18. Estado de operación de restaurantes a abril del 2020 44

Gráfico 19. Evolución de los ocupados y los inactivos 46

Gráfico 20. Resultado del Gobierno Central 50

Gráfico 21. Gobierno Central: ingresos y gastos 50
Gráfico 22. Inflación general y rango intercuartil.....52
Gráfico 23. Relación entre la inflación general interanual y el rango intercuartil 52
Gráfico 24. Inflación general, subyacente, expectativas y meta ...53
Gráfico 25. IPC, componente regulado y no regulado 54
Gráfico 26.Tipo de cambio y precios del cóctel de hidrocarburos importados y de los combustibles locales.....55
Gráfico 27. Indicadores de inflación subyacente 57
Gráfico 28. Inflación general e inflación al productor de la manufactura.....58
Gráfico 29. IPP-MAN por producto 58
Gráfico 30. Depósitos netos en BCCR en el MIL, TPM y tasa interbancaria en el MIL 62
Gráfico 31. TPM y tasas de interés del sistema financiero nacional 63
Gráfico 32. Resultado de las operaciones cambiarias netas en ventanilla 69
Gráfico 33. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex.....69
Gráfico 34. Participación del BCCR en Monex.....70
Gráfico 35. Crédito al sector privado otorgado por las otras sociedades de depósito (OSD), por tipo de moneda 71
Gráfico 36. Agregados monetarios amplios.....72
Gráfico 37. Participación del componente en moneda extranjera en la liquidez total (LT) la riqueza financiera total (RFT) y el crédito al sector privado 73
Gráfico 38. Premio por ahorrar en moneda nacional.....73
Gráfico 39.Crecimiento de la producción mundial 76
Gráfico 40. Inflación mundial 76
Gráfico 41. Términos de intercambio y precios de combustibles, estimación para el 2020-2021 78
Gráfico 42. Deuda externa de Costa Rica 79

Gráfico 43. PIB de Costa Rica en volumen: 1950-2021 80

Gráfico 44. Componentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos.....86

Gráfico 45. Déficit en cuenta corriente, pasivos de inversión directa y activos de reserva.....87

Gráfico 46. Proyección de inflación 88

Índice de cuadros

Cuadro 1. PIB real trimestral según componentes del gasto 35

Cuadro 2. PIB real trimestral según actividad económica 40

Cuadro 3. Solicitudes de modificación de contratos laborales presentadas ante el Ministerio de Trabajo y Seguridal Social al 21 de abril del 2020 42

Cuadro 4. Matriz de transición en la jornada laboral de los asalariados 42

Cuadro 5. Resumen de resultados de la Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial de abril 2020 45

Cuadro 6. Balanza de pagos 48

Cuadro 7. IPC: componente regulado y no regulado.....56

Cuadro 8. Proyecciones de crecimiento mundial.....77

Cuadro 9. PIB real por componentes del gasto 81

Cuadro 10. PIB real según actividad económica 84

Índice de recuadros

Recuadro 1. Acciones de política aplicadas por algunos bancos centrales en respuesta a la crisis sanitaria causada por el COVID-19.....16

Recuadro 2. Resultados de las encuestas sobre la confianza de los consumidores y empresarios 36

Recuadro 3. Política monetaria, cambiaria y financiera en el primer cuatrimestre del 2020 64

Abreviaturas

BCCR	*Banco Central de Costa Rica*
COVID-19	*Enfermedad causada por el virus SARS-CoV-2 (coronavirus disease, en inglés)*
FLAR	*Fondo Latinoamericano de Reservas*
INEC	*Instituto Nacional de Estadística y Censos*
IPC	*Índice de precios al consumidor*
MIL	*Mercado integrado de liquidez*
Monex	*Mercado de monedas extranjeras*
PIB	*Producto interno bruto*
RIN	*Reservas internacionales netas*
SFN	*Sistema financiero nacional*
TPM	*Tasa de política monetaria*
USD	*Dólares de los Estados Unidos de América*

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA ABRIL 2020

Presentación

Me complace presentar, a nombre del Banco Central de Costa Rica (BCCR), el primer Informe de Política Monetaria.

Como informamos en el Programa Macroeconómico 2020-2021 de enero pasado, las publicaciones del BCCR fueron reorganizadas para que en los trimestres en que no hay Programa Macroeconómico se publique un Informe de Política Monetaria, que remplazará al Informe de Inflación. Puesto que, por virtud de la ley, el Programa Macroeconómico se publica en los meses de enero y julio, el Informe de Política Monetaria se publicará en abril y octubre de cada año. Con ello se busca ofrecer al público, en forma trimestral, un análisis exhaustivo de la coyuntura económica y de la política monetaria.

Este primer Informe de Política Monetaria surge en una coyuntura difícil para la economía global y, claro está, también para la economía nacional. La pandemia del COVID-19 ha azotado con fuerza al mundo y, para tratar de contener la tasa de contagio, la mayoría de países han adoptado medidas de restricción y distanciamiento físico. Estas medidas, si bien necesarias, han perturbado las cadenas de producción y distribución, y generado un impacto dramático en la actividad económica y una abrupta pérdida de empleos e ingresos.

La crisis llegó en un momento en que la economía nacional estaba en proceso de recuperación. Luego de un largo periodo de desaceleración económica, que inició en abril del 2016, exacerbada por la elevada incertidumbre sobre la situación fiscal previo a la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635) en diciembre del 2018, la actividad económica había venido repuntando en forma sostenida desde junio del 2019.

Pero, en marzo de este año, la economía nacional sufrió el fuerte golpe de la pandemia, producto de la contracción en la economía mundial y de las medidas de restricción que, proactiva y eficazmente, han adoptado nuestras autoridades de salud. Las industrias que han sido más fuertemente afectadas son los hoteles, los restaurantes, el transporte público y una buena parte del comercio al detalle, con excepción de los supermercados y farmacias.

Los efectos económicos que finalmente tenga esta crisis son difíciles de predecir, dado que dependerán fundamentalmente de la evolución de las medidas sanitarias y su éxito en controlar la pandemia, dentro y fuera del país. Es decir, dependen de factores exógenos a la economía. Esto genera un halo de inusual incertidumbre alrededor de los pronósticos económicos.

En este contexto de elevada incertidumbre, los bancos centrales deben cumplir dos funciones importantes. Por un lado, han de realizar su mejor esfuerzo para asignar algún orden de magnitud a los efectos económicos de la pandemia, con el fin de contribuir a que los agentes económicos tengan más claridad en la toma de decisiones. Por otro, deben tomar medidas para aliviar el flujo de caja de hogares y empresas y para afianzar la estabilidad del sistema financiero y del sistema de pagos en medio de la crisis.

El Banco Central de Costa Rica ha trabajado en estos dos aspectos. Con el insumo de las perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI), publicadas el pasado 14 de abril, así como de sus herramientas de programación macroeconómica, efectuó recientemente una cuantificación del posible impacto de la actual coyuntura sobre las principales variables macroeconómicas en el 2020 y en el 2021.

Las estimaciones indican que en el 2020 habría una caída en el volumen de producción de 3,6%, la segunda mayor contracción en nuestro país (después de la del año 1982) desde que se cuenta con estadísticas de cuentas nacionales, a partir de 1950. Esta contracción estaría concentrada en el segundo y tercer trimestres del año, para luego iniciar un proceso de recuperación gradual que, particularmente en el 2021, se traduciría en un incremento anual de la producción de 2,3%. En forma congruente con este resultado, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos aumentaría considerablemente, en comparación con los últimos años, para alcanzar 4,5% del PIB en el 2020 y 4,2% en el 2021. Por su parte, durante la mayor parte del horizonte de proyección, la inflación se ubicaría por debajo del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco Central, con un promedio de 1,8%.

Además, el Banco Central ha tomado acciones para mitigar el impacto de la crisis sanitaria sobre el flujo de caja de hogares y empresas y sobre el sistema financiero. Así, el 16 de marzo redujo en 100 puntos base (un punto porcentual) su Tasa de Política Monetaria (TPM), para ubicarla en 1,25% anual, su nivel más bajo desde que se usa este indicador. El objetivo de esta medida es seguir presionando a la baja las tasas de interés en el sistema financiero nacional, con el fin de mejorar las condiciones para los nuevos créditos y dar un alivio a deudores con préstamos a tasa variable.

Asimismo, el Banco Central ha estado inyectando liquidez en los mercados de negociación (Mercado Integrado de Liquidez, MEDI, recompras y secundario), y el 13 de abril su Junta Directiva le autorizó también a proveer liquidez mediante la compra de títulos del Ministerio de Hacienda a terceros (es decir, en el mercado secundario). Todas estas operaciones tienen como fin aliviar tensiones generalizadas (“sistémicas”) de liquidez que pudieran generar ajustes abruptos en los precios y rendimientos de los activos financieros, afectar el adecuado funcionamiento del sistema de pagos y amenazar la estabilidad del sistema financiero. La provisión calibrada pero oportuna de liquidez al sistema financiero es, acaso, la función más importante del Banco Central en medio de esta pandemia, pues resulta esencial para asegurar la estabilidad financiera y el flujo de crédito a los sectores más necesitados. Además, en el contexto actual de baja inflación y

presiones desinflacionarias, esas inyecciones de liquidez no ponen en peligro el firme compromiso del Banco Central con una inflación baja y estable.

Finalmente, el Banco Central ha coordinado con el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) y la Superintendencia General de Entidades Financieras (Sugef) para la adopción de una serie de medidas prudenciales para facilitar la readecuación de créditos (incluyendo moratorias de principal e intereses) por parte de los intermediarios financieros y, en general, para mejorar las condiciones de acceso al crédito.

Rodrigo Cubero Brealey

Presidente

Resumen

Coyuntura actual

En el primer cuatrimestre del 2020 la economía mundial fue afectada significativamente por los efectos de las medidas sanitarias aplicadas por los distintos gobiernos para tratar de contener la propagación del COVID-19. Esas medidas incluyen el confinamiento de la población, cierres de fronteras al turismo, restricciones a la movilidad de las personas dentro de las fronteras, prohibición de ciertas actividades que implican aglomeraciones y cierre de establecimientos.

Inicialmente el coronavirus parecía contenido en la ciudad de Wuhan, en China, pero rápidamente se propagó a la mayor parte de los países del mundo. El 11 de marzo oficialmente la Organización Mundial de la Salud declaró pandemia al COVID-19.

Esta crisis sanitaria ha impactado por diversos canales la actividad económica mundial. Por el lado de la oferta, las medidas de contención sanitaria aplicadas por los países han afectado la producción de bienes y servicios en muchos países y provocado disrupciones en las cadenas de valor. Por el lado de la demanda, la pérdida de ingresos que para empresas y hogares han suscitado las medidas sanitarias, y la incertidumbre de los consumidores y empresarios sobre la magnitud y duración de la crisis, han generado un choque negativo sobre la demanda agregada global.

Además, la incertidumbre sobre la duración y profundidad de esta crisis sanitaria y económica se ha manifestado en una volatilidad sin precedentes en los mercados financieros internacionales, en los precios de las materias primas, las tasas de interés y los tipos de cambio.

En este contexto, los organismos financieros internacionales prevén una marcada caída en la actividad económica mundial en los próximos meses, con una contracción del crecimiento este año como un todo, seguida de un rebote en el 2021.

Particularmente, el FMI proyecta una caída del crecimiento económico mundial de 3% en el 2020, la más grave contracción de la economía mundial desde la Gran Depresión de 1929, seguida de una fuerte recuperación en el 2021 (crecimiento de 5,8%). La caída en la producción sería más fuerte en las economías avanzadas que en las emergentes y en desarrollo.

El FMI también prevé que la tasa de inflación mundial tienda a la baja en el bienio 2020-2021, como consecuencia de la reducción en la demanda agregada global, que más que compensaría el impacto sobre los precios de los choques de oferta en las cadenas de producción y suministros.

La economía costarricense enfrenta en la coyuntura actual dos choques en forma simultánea. Por un lado, un choque externo por la significativa caída en la demanda externa y el endurecimiento en las condiciones financieras internacionales, parcialmente mitigado por la caída en los precios del petróleo. Por otro, un choque interno por las medidas de distanciamiento social y de restricción al desplazamiento impuestas por nuestras autoridades sanitarias (el cierre de fronteras a extranjeros, la suspensión de actividades masivas y el confinamiento de la población), que han provocado menores ingresos para empresas y hogares, con un impacto negativo sobre la demanda agregada y el empleo.

En efecto, luego de varios meses de sostenido repunte, que se mantuvo incluso en el primer bimestre del presente año, en marzo la actividad económica costarricense experimentó el golpe de la emergencia sanitaria por el COVID-19, lo cual se materializó en una fuerte desaceleración del Producto Interno Bruto (PIB) en el primer trimestre del 2020. Así la tasa de crecimiento del PIB pasó de 1,5% en el cuarto trimestre del 2019 a 0,5% en el primer trimestre del 2020.

Consecuente con esta desaceleración de la actividad económica, es previsible un mayor deterioro en las cifras de empleo. En efecto, aunque a la fecha de publicación de este Informe no se disponía de los datos de la Encuesta Continua de Empleo, elaborada por el Instituto Nacional de Estadística y Censos, para el primer trimestre del 2020, las cifras obtenidas del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (MTSS), de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) y de la Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial (EDPE), elaborada por el BCCR en abril del presente año, así como cifras extraídas de sitios web (*web scraping*), apuntan ya a una caída en la tasa de ocupación y un aumento del desempleo en el mes de abril.

Al igual que ocurrió con la producción, fue al término del primer trimestre del 2020 cuando las cuentas externas del país comenzaron a percibir los efectos directos e indirectos del confinamiento y demás restricciones sanitarias, adoptadas por el COVID-19. En el ámbito local, destacó el cierre de fronteras decretado por el Gobierno en marzo, el cual tuvo un impacto negativo a finales del trimestre sobre el ingreso de turistas y actividades relacionadas.

A su vez, la incertidumbre respecto al comportamiento de la actividad económica global ha hecho aumentar la volatilidad en los mercados financieros internacionales y generado un desplazamiento desde títulos valores de mercados emergentes hacia activos financieros considerados como refugio (típicamente los bonos del Tesoro de los Estados Unidos). Eso

ha hecho que caigan drásticamente los precios de los bonos de deuda soberana de los mercados emergentes, incluida Costa Rica.

Por otra parte, se ha dado una reducción en el precio de las materias primas. En particular, los precios del petróleo han caído fuertemente, afectados por una guerra de precios entre países exportadores, la reducción inédita en la demanda como consecuencia de las restricciones sanitarias y la saturación de la capacidad de almacenamiento en muchos países. La caída en los precios del petróleo favoreció los términos de intercambio del país y mitigó, parcialmente, la pérdida de dinamismo de la demanda externa por productos nacionales.

En el contexto anterior, en el primer trimestre del 2020 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue de 0,1% del PIB, inferior en 0,2 p.p. al del mismo período del año previo. Los activos de reserva cayeron ese trimestre por el equivalente a 1,5% del PIB, en buena medida como consecuencia del pago anticipado por parte del Banco Central, en enero de este año, de su crédito con el Fondo Latinoamericano de Reservas (siguiendo una decisión adoptada en noviembre del 2019).

Por otra parte, los datos preliminares de ingresos y gastos del Gobierno Central acumulados durante el primer trimestre del 2020, mostraron un déficit primario de 0,1% del PIB (0,6% en 2019), el más bajo a marzo desde el 2009. Ese comportamiento reflejó el sostenido crecimiento en los ingresos luego de la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635) en diciembre del 2018 y el esfuerzo del Gobierno por contener el crecimiento de los principales rubros del gasto corriente. No obstante, el aumento del servicio de intereses de la deuda pública (41,9%), como consecuencia de los altos desbalances fiscales pasados y actuales, llevó a que el déficit financiero se ubicara en 1,6% del PIB, similar a lo observado en igual periodo del año anterior.

Es previsible que en los próximos meses las cuentas fiscales presenten un deterioro, debido a la caída en la recaudación tributaria como consecuencia de la contracción económica, y al aumento en los gastos para enfrentar las consecuencias del COVID-19. Particularmente, el Gobierno anunció el pasado 14 de marzo varias medidas orientadas a asegurar los recursos necesarios para la atención de la emergencia sanitaria, mitigar su impacto en el flujo de caja de las empresas y proteger el empleo. Dichas medidas incluyen:

i) Una moratoria para el pago de impuestos, la flexibilización de jornadas laborales, la facilitación de acuerdos para el pago de las cuotas obrero-patronales y con el INS para el seguro de riesgos del trabajo.

ii) Creación de un programa de transferencias para apoyar a los trabajadores asalariados e independientes afectados por la crisis (denominado Bono Proteger).

Por otra parte, consciente de la ya frágil situación de las finanzas públicas y del impacto fiscal de la crisis debido a la menor recaudación y a los mayores gastos en salud y transferencias sociales, el Ministerio de Hacienda propuso una serie de medidas fiscales compensatorias a fin de reducir la afectación fiscal en esta difícil coyuntura.

Las condiciones de la economía mundial (baja inflación internacional y caída en precios de las materias primas importadas, especialmente el petróleo), reforzaron las presiones desinflacionarias persistentes en la economía nacional a lo largo del 2019, asociadas en particular con una brecha de producto negativa y la alta tasa de desempleo.

Dado lo anterior, en el primer trimestre del 2020 la inflación general se mantuvo por debajo del rango meta de inflación (2% a 4%) establecido por la Junta Directiva del Banco Central. El promedio de los indicadores de la inflación subyacente mostró un comportamiento similar.

En este difícil entorno, el mercado cambiario no ha mostrado eventos de tensión. Las operaciones cambiarias del sector privado presentaron un superávit en el primer cuatrimestre que permitieron al BCCR comprar las divisas necesarias para atender los requerimientos de divisas del sector público no bancario contemporáneos y anticipar parte de los requerimientos futuros, así como retomar el programa de aumento de reservas autorizado por la Junta Directiva en noviembre pasado. En el primer cuatrimestre del 2020, el tipo de cambio promedio en Monex fue de 571,4 colones por dólar, valor inferior en 1,0% al registrado en el último cuatrimestre del año pasado (¢577,2).

Por su parte, los agregados monetarios muestran un crecimiento coherente con la meta de inflación, el crecimiento de la actividad económica y el grado de profundización financiera de la economía. Asimismo, el crédito al sector privado continúa estancado, esencialmente por ausencia de demanda de crédito, pues el sistema financiero dispone de suficientes recursos para otorgar financiamiento. De hecho, a la fecha los intermediarios financieros disponen de una situación holgada de liquidez, particularmente en moneda nacional.

Respuestas de política por parte del Banco Central

El 16 de marzo del 2020 el BCCR redujo en 100 puntos base (un punto porcentual) la TPM, hasta ubicarla en un 1,25% anual, el nivel más bajo desde que se usa este indicador. El objetivo de esta medida es seguir presionando a la baja las tasas de interés en el sistema financiero nacional, con el fin de mejorar las condiciones para los nuevos créditos y dar un alivio a deudores que tienen préstamos cuya tasa es variable.

Pese a la amplia liquidez actual de los intermediarios financieros, se han detectado ciertas tensiones de liquidez en los mercados de dinero, recompras y secundario. Por ello, la Junta Directiva del BCCR ha tomado medidas preventivas para garantizar la oportuna provisión de liquidez, en caso de ser necesario.

Así, el Banco Central ha estado inyectando liquidez en los mercados de negociación (Mercado Integrado de Liquidez [MIL], recompras y secundario). Además, el 13 de abril su Junta Directiva autorizó proveer liquidez mediante la compra a terceros (es decir, en el mercado secundario) de títulos del Ministerio de Hacienda. Estas operaciones tienen como fin aliviar tensiones generalizadas ("sistémicas") de liquidez que pudieran generar ajustes abruptos en los precios y rendimientos de los activos financieros, afectar el adecuado funcionamiento del sistema de pagos y amenazar la estabilidad del sistema financiero.

La provisión calibrada, pero oportuna, de liquidez al sistema financiero es, acaso, la función más importante del Banco Central en esta pandemia, pues resulta esencial para asegurar la estabilidad financiera y el flujo de crédito a los sectores más necesitados. Además, en el contexto actual de baja inflación y presiones desinflacionarias, las inyecciones de liquidez no ponen en peligro el firme compromiso del Banco Central con una inflación baja y estable.

Adicionalmente, el Banco Central ha coordinado con el Conassif y la Sugef la adopción de una serie de medidas prudenciales para facilitar la readecuación de créditos (incluidas moratorias para principal e intereses) por parte de los intermediarios financieros y, en general, para mejorar las condiciones de acceso al crédito.

Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

En un contexto de incertidumbre sin precedentes, los organismos financieros internacionales, las autoridades nacionales y los analistas económicos privados realizan su mejor esfuerzo para asignar algún orden de magnitud a los efectos económicos de la pandemia.

El pasado 14 de abril, el Fondo Monetario Internacional (FMI) dio a conocer sus perspectivas económicas para el bienio 2020-2021. El FMI prevé un choque negativo generalizado y muy fuerte en la producción mundial en el segundo trimestre del 2020, con una contracción de 3% para el año como un todo. La caída en la producción sería más fuerte en las economías avanzadas que en las emergentes y en desarrollo.

Por otra parte, en su escenario base el FMI supone que los países empezarán a levantar las medidas de contención hacia la mitad del año, con lo cual la caída en la actividad económica mundial sería menor en el tercer trimestre de 2020 e iniciaría una recuperación a partir del cuarto trimestre de este año, con una fuerte recuperación en el 2021: un crecimiento de 5,8%.

En este resultado es de importancia crítica la evolución de la pandemia y las medidas de contención, así como las medidas de apoyo a las empresas y los hogares. Ese apoyo permitiría mantener, en cierto nivel, las relaciones entre demandantes y suplidores de bienes y servicios, entre empleadores y empleados y entre deudores y prestamistas. Estas interacciones constituyen el "tejido productivo", y mantenerlas evitaría la destrucción de la capacidad productiva instalada y permitiría una más rápida recuperación económica en la fase de normalización.

El FMI también prevé que la tasa de inflación mundial tienda a la baja en este bienio. Ello sería consecuencia de la reducción en la demanda agregada global, que más que compensaría el impacto sobre los precios de los choques de oferta en las cadenas de producción y suministros.

Para el conjunto de los principales socios comerciales de Costa Rica, y con base en las proyecciones del FMI, se prevé una caída de 5,5% en el 2020, que contrasta con el crecimiento de 2,1% contemplado en las proyecciones del Programa Macroeconómico 2020-2021 del Banco Central, de enero pasado. A su vez, se proyecta una recuperación para los socios comerciales en el 2021, con un crecimiento de 4,3%.

Por otra parte, la caída en el precio del petróleo, cuyo valor ha alcanzado mínimos históricos, mitigaría en parte las implicaciones negativas de la crisis para Costa Rica. Así, si bien los precios de nuestros productos de exportación podrían experimentar bajas, se prevé que el efecto neto sea una ganancia en los términos internacionales de intercambio de 3,1% en el 2020 (1,2% en el 2019).

Finalmente, las condiciones financieras internacionales se han endurecido para nuestro país. Aunque los bancos centrales en países avanzados han relajado su política monetaria y las tasas de interés internacionales han caído, los rendimientos sobre la deuda externa de mercados emergentes, incluido nuestro país, han experimentado fuertes aumentos como consecuencia de la incertidumbre y la pérdida de apetito por riesgo en mercados financieros internacionales.

En el contexto nacional, el Banco Central estima que el efecto combinado de los choques que enfrenta la economía costarricense actualmente llevará a una caída en el volumen de producción de 3,6% en el 2020, la segunda mayor contracción (después de la sufrida en 1982) desde el año 1950, en el que inician las estadísticas oficiales de cuentas nacionales. Sobre el supuesto de que las medidas de contención sanitaria se levantarían gradualmente a partir de la segunda mitad del año, la contracción estaría concentrada en el

segundo y tercer trimestres. A partir del cuarto trimestre de este año iniciaría un proceso de recuperación gradual, y para el 2021 se prevé un incremento anual de la producción de 2,3%.

Como consecuencia de la fuerte caída proyectada en las exportaciones de bienes y, sobre todo, de servicios, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzaría el equivalente a 4,5% del PIB en el 2020 y 4,2% en el 2021, lo que implica un deterioro con respecto al promedio observado en los seis años previos.

Por su parte, se proyecta que la inflación se mantenga baja, y se ubique durante la mayor parte del horizonte de proyección por debajo del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco Central, con un promedio de 1,8%.

Las proyecciones anteriores incorporan la mejor información disponible al 29 de abril del presente año. No obstante, existen riesgos provenientes del contexto internacional e interno que, de materializarse, podrían generar desvíos en relación con los resultados proyectados en este ejercicio. En particular, las proyecciones macroeconómicas por parte de los organismos financieros internacionales y las autoridades nacionales están, en esta coyuntura, revestidas de márgenes de error inusualmente altos, asociados con la incertidumbre sobre la duración de la pandemia y de las medidas restrictivas para contenerla.

Así, entre los principales riesgos para el contexto externo se identifica un crecimiento económico global que podría ser mayor o menor al previsto, según evolucionen la pandemia y las medidas sanitarias. Además, la reducción en los precios internacionales de las materias primas podría ser menor a la esperada. Por su parte, los principales riesgos internos se relacionan con: i) una duración más prolongada de lo previsto de las medidas de contención sanitaria en el país, lo que llevaría a una contracción económica más fuerte y duradera y dos riesgos posiblemente asociados a ello, a saber: ii) un deterioro de las finanzas públicas superior a lo previsto y iii) una caída prolongada en la confianza de consumidores y empresarios, que retardaría la recuperación. Subsiste también el riesgo de choques de oferta de origen interno no anticipados, relacionados especialmente con condiciones climáticas adversas.

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Capítulo 1. Evolución reciente de la economía internacional

La crisis sanitaria global provocada por el COVID-19 impacta por diversos canales la actividad económica mundial. Por el lado de la oferta, la disrupción de cadenas de valor por las medidas de contención sanitaria ha afectado la producción de bienes y servicios en muchos países y, por el lado de la demanda, la pérdida de ingresos y la incertidumbre de los consumidores y empresarios han generado un choque negativo sobre la demanda agregada global.

Aunque es relativamente reciente, el impacto de esta crisis ha sido tan fuerte que ya se ha reflejado en algunos indicadores, como datos del mercado laboral, indicadores adelantados de actividad económica, precios de materias primas, precios de las acciones en mercados de capitales, y una alta volatilidad en los tipos de cambio y los mercados financieros internacionales. Ante estos acontecimientos, los bancos centrales y los gobiernos han aplicado medidas extraordinarias, para mitigar el impacto económico y financiero de la crisis.

Actividad económica y empleo

Luego de un año 2019 en el cual el aumento en las tensiones comerciales internacionales entre Estados Unidos (EUA) y China impactó negativamente el ritmo de crecimiento de la economía mundial, en el primer bimestre del 2020 la actividad económica se mantuvo relativamente estable. No obstante, a partir de marzo el escenario económico global cambió significativamente por el impacto de la propagación del COVID-19 y las medidas sanitarias aplicadas por los distintos gobiernos para contenerla.

Inicialmente el coronavirus parecía contenido en una ciudad de China (Wuhan), pero rápidamente se propagó a la mayor parte de los países del mundo[1]. Las autoridades de los distintos países han tomado medidas para enfrentar esta crisis sanitaria, como el confinamiento de la población y el funcionamiento sólo de actividades esenciales, lo cual ha impactado en forma significativa a la economía, particularmente la producción y el empleo.

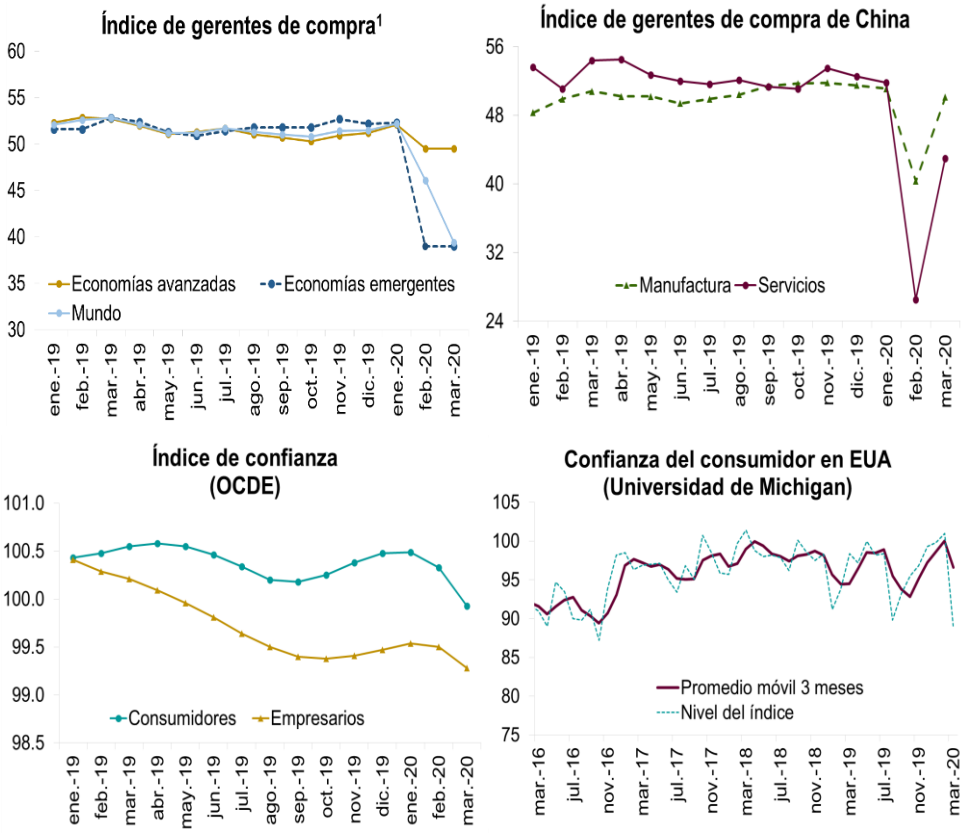
[1] La Organización Mundial de la Salud declaró pandemia al COVID-19 el 11 de marzo de 2020.

En este sentido, el índice de gerentes de compra, que brinda una señal adelantada de la actividad económica del sector privado, muestra un comportamiento decreciente desde febrero del 2020, especialmente en las economías emergentes (Gráfico 1). En particular, la economía china presenta reducciones desde diciembre del 2019 tanto en la manufactura como, especialmente, en los servicios, para luego presentar una mejora en marzo, aunque sin alcanzar los niveles anteriores.

La crisis sanitaria por el COVID-19 también incidió en los indicadores de confianza. Así, luego de la leve mejora que presentaron los niveles de confianza de consumidores y empresarios en el cuarto trimestre de 2019, en el primer trimestre del año en curso se observó un significativo deterioro en esos indicadores, debido a la elevada incertidumbre sobre la profundidad y duración del COVID-19 y de sus implicaciones macroeconómicas. Específicamente, en EUA el índice de confianza de los consumidores pasó de 101,0 puntos en febrero de 2020 a 89,1 puntos en marzo (Gráfico 1) y la actividad económica cayó 4,8% en el primer trimestre (primera estimación), explicado en mayor medida por menor gasto de consumo personal (-7,6%).

Gráfico 1. Indicadores de la actividad económica mundial

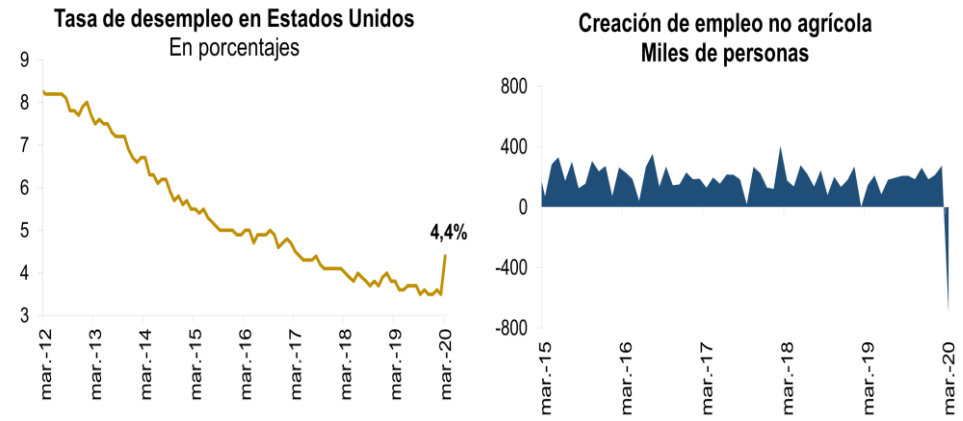
En puntos



[1] El índice de gerentes de compra se obtiene a partir de encuestas realizadas por Markit Group. El nivel de 50 separa una expansión de una contracción económica.
Fuente: Bloomberg, OCDE y Universidad de Michigan.

Los indicadores del mercado laboral reflejan también el efecto de las medidas por contener la propagación del COVID-19. En los Estados Unidos de América (Gráfico 2), el empleo no agrícola perdió 701.000 puestos de trabajo en marzo del 2020, luego de 113 meses de crecimiento, y la tasa de desempleo aumentó 0,9 p.p., con lo cual se ubicó en 4,4% en marzo (igual nivel de marzo del 2017). Asimismo, las solicitudes de subsidio por desempleo alcanzaron cerca de 16 millones el 11 de abril, la mayor cantidad desde que inició su registro en enero de 1967.

Gráfico 2. Indicadores de empleo de Estados Unidos de América



Fuente: Departamento de Trabajo de Estados Unidos.

Precios y términos de intercambio

Los precios de las materias primas importadas por Costa Rica muestran una tendencia a la baja, principalmente el petróleo (Gráfico 3). La reducción del precio de esta materia prima ha sido consecuencia tanto de una guerra de precios entre los exportadores como de la menor demanda de combustibles y limitaciones de almacenaje debido a la crisis sanitaria. En particular, el precio del West Texas Intermediate, referente para Costa Rica, ha caído 80,1% en lo que transcurre del año (al 27 de abril). Por su parte, los índices de metales y granos básicos disminuyeron 8,6% y 6,7%, respectivamente, en igual periodo[2].

El 12 de abril del año en curso, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), Rusia y otros grandes productores, acordaron reducir la producción de petróleo en 9,7 millones de barriles por día (bpd) en el periodo mayo–junio para impulsar los precios, ante el impacto de la pandemia de

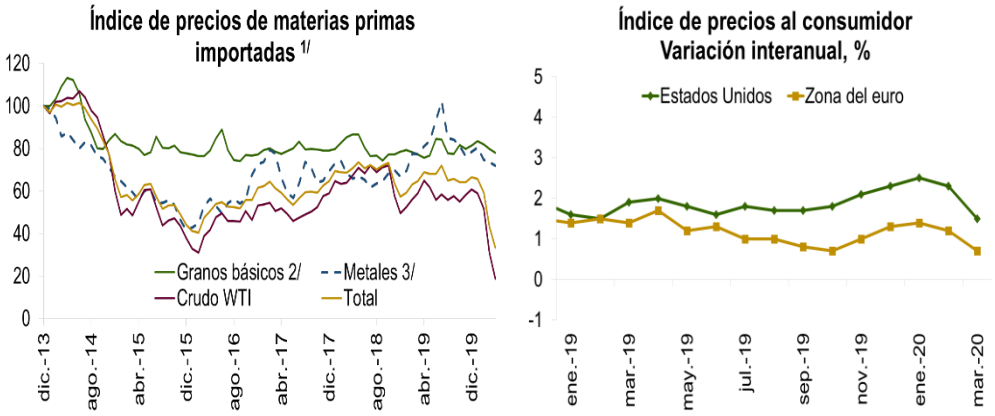
[2] Otras materias primas no consideradas en el índice de metales, como el oro, han aumentado de precio, por considerarse un activo de refugio. El precio del oro ha subido 12,9% en lo que transcurre del año (al 27 de abril).

coronavirus. Este recorte, que representa más del 10% de la oferta mundial, es el más grande en la historia[3].

Pese a este acuerdo de recorte de la producción de crudo, el colapso de la demanda mundial por el COVID-19 ha pesado más en los precios del petróleo, los cuales se mantienen en niveles históricamente bajos a finales de abril. De hecho, actualmente existe sobreabastecimiento (exceso de oferta) de crudo, lo que explica que los precios de futuros de esta materia prima para entrega en mayo estuvieran en niveles negativos un día (el 20 de abril); es decir, los inversionistas pagaron para que no les entregaran el producto comprado mediante instrumentos derivados, pues no tenían dónde almacenarlo. Ese día, los futuros con entrega a mayo alcanzaron precios de -*USD* 37 el barril.

En este contexto, en las principales economías avanzadas, la inflación, medida por el Índice de precios al consumidor, muestra una desaceleración. En Estados Unidos, la inflación interanual pasó de 2,3% en febrero a 1,5% en marzo, y la inflación subyacente bajó 0,3 p.p. hasta 2,1% en ese mismo mes. En la zona del euro, la inflación se desaceleró 0,5 p.p. hasta 0,7% en marzo (preliminar) por la caída en el precio de la energía (-3,1% respecto al mes previo) y el componente subyacente disminuyó respecto a los dos meses previos en 0,1 p.p. a 1,2%. (similar al promedio del 2019).

Gráfico 3. Indicadores de precios internacionales



[1] Ponderaciones anuales móviles (31/12/2013=100). Utiliza como ponderación las importaciones de cada insumo realizadas por Costa Rica en el año anterior.
[2] Granos básicos: trigo maíz, soya y arroz.
[3] Metales: hierro, acero, aluminio, zinc y cobre.
Fuente: Bloomberg con información al 27 de abril de 2020, Departamento de Trabajo de Estados Unidos y Eurostat.

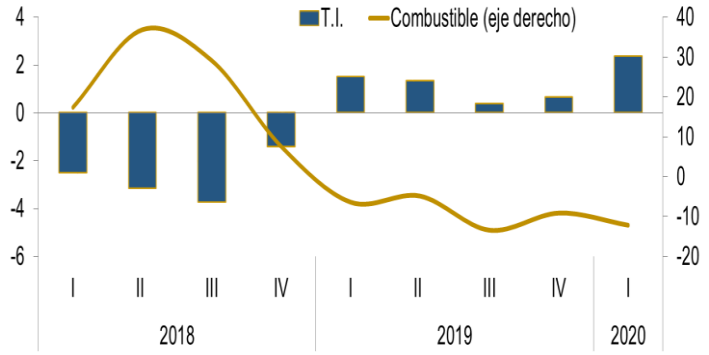
La fuerte caída en los precios del petróleo y de otras materias primas favorece los términos de intercambio de Costa Rica y mitiga, parcialmente, el impacto de la menor demanda externa por productos nacionales. Los términos de intercambio de la economía nacional (es decir, la relación de los precios de

[3] El recorte podría prolongarse hasta abril del 2022 y sería gradual.

exportación a los precios de importación) muestran una mejora de 2,3% en el primer trimestre del 2020 (Gráfico 4).

Gráfico 4. Costa Rica: términos de intercambio y precios de combustibles[1]

Variación interanual en porcentaje



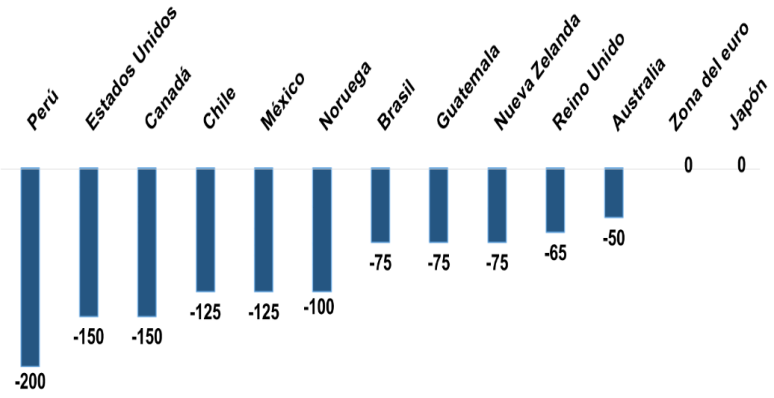
[1] En este gráfico, combustible se refiere al cóctel de hidrocarburos que importa Costa Rica.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Política monetaria y tasas de interés

Ante los acontecimientos previamente mencionados, los bancos centrales y los gobiernos han aplicado medidas extraordinarias, para suavizar el impacto económico de la crisis sanitaria y fortalecer la confianza de empresas y consumidores (Recuadro 1). En particular, los bancos centrales de varias economías avanzadas y emergentes redujeron sus tasas de política monetaria, muy significativamente en el caso de los Estados Unidos (Gráfico 5). En efecto, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos redujo en marzo (al día 15) el rango de la tasa de interés de referencia 150 puntos base (p.b.), para ubicarla entre 0% y 0,25%.

Gráfico 5. Tasa de Política Monetaria en países seleccionados

Variación acumulada en 2020 (al 27 de abril) en puntos base



Fuente: Bloomberg con información al 27 de abril de 2020.

Recuadro 1. Acciones de política aplicadas por algunos bancos centrales en respuesta a la crisis sanitaria causada por el COVID-19

Este recuadro hace un repaso de las acciones de política aplicadas por los bancos centrales de China, Reino Unido, zona del euro, Estados Unidos de América y algunas economías latinoamericanas, para tratar de mitigar el impacto de la crisis sanitaria causada por el COVID-19 sobre sus economías. En términos generales, esas medidas buscan facilitar la provisión de liquidez y el normal funcionamiento de los mercados de crédito en la actual coyuntura[1].

China

Las medidas del Banco Popular de China incluyen: i) inyección de liquidez en el sistema bancario mediante operaciones de mercado abierto, incluidos 3 billones de renminbi (moneda oficial de China, en adelante RMB) en la primera mitad de febrero y 170 mil millones a finales de marzo, ii) expansión de facilidades de représtamo y redescuento por 1,8 billones de RMB para apoyar a los fabricantes de suministros médicos y las necesidades diarias de las micro, pequeñas y medianas empresas y el sector agrícola a bajas tasas de interés, ii) reducción de las tasas de repo inverso de 7 y 14 días en 30 y 10 p.b., respectivamente, así como de la tasa de la facilidad crediticia a un año, en 10 p.b., iv) reducciones específicas del coeficiente de reserva obligatoria (RRR, por sus siglas en inglés) en 50-100 p.b. para bancos grandes y medianos que cumplen con criterios de financiamiento que benefician a las empresas más pequeñas, 100 p.b. adicionales para los bancos elegibles de acciones conjuntas y 100 p.b. para los bancos pequeños y medianos en abril y mayo para apoyar a las pymes, v) reducción de la tasa de interés sobre el exceso de reservas de 72 a 35 p.b., y vi) política de extensión de crédito de los bancos a micro y pequeñas empresas (350 RMB mil millones).

El Gobierno también ha tomado medidas para limitar el endurecimiento de las condiciones financieras, incluida la tolerancia para proporcionar alivio financiero a los hogares, empresas y regiones afectadas que enfrentan dificultades de pago. Estas incluyen: i) moratoria para el pago de préstamos y otras medidas de apoyo crediticio para pymes y hogares elegibles, ii) tolerancia para préstamos vencidos de los sectores afectados y pymes, iii) apoyo a la emisión de bonos por instituciones financieras para financiar préstamos de las pymes, iv) apoyo financiero adicional para las empresas por medio de una mayor emisión de bonos por parte de las empresas, v) mayor apoyo fiscal para las garantías de crédito, vi) flexibilidad en la implementación de la reforma de gestión de activos y vii) flexibilización de las políticas de vivienda por parte de los gobiernos locales.

Reino Unido

Las medidas del Banco de Inglaterra (BoE, por sus siglas en inglés) son: i) reducción de la tasa bancaria en 65 p.b. a 0.1%, ii) aumento de la tenencia de bonos gubernamentales y corporativos del Reino Unido en £200 mil millones, iii) introducción de un nuevo esquema de financiamiento a plazo (Term Funding Scheme, o TFS) para reforzar la transmisión de la reducción de tasas, con incentivos adicionales para préstamos a la economía, y especialmente a las pymes, iv) extensión temporal del uso de la línea de crédito del Gobierno para proporcionar una fuente adicional de liquidez a corto plazo de ser necesario, v) creación del Fondo de Financiamiento Corporativo COVID-19 que, junto con el Esquema de Préstamos para la Interrupción de Negocios por el Coronavirus, pone a disposición de las empresas préstamos y garantías por valor de £330.000 millones (15% del PIB), vi) activar el Contingent Term Repo Facility para complementar las facilidades de liquidez en libras esterlinas del banco; vii) coordinar con otros bancos centrales (Canadá, Japón, la zona del euro, Estados Unidos y Suiza) para garantizar la liquidez, por medio de los acuerdos permanentes de intercambio de liquidez en dólares estadounidenses y, viii) reducción a 0% del requerimiento de capital anticíclico exigido a las entidades financieras del Reino Unido.

Zona del euro

Las medidas del Banco Central Europeo (BCE) incluyen: i) mantener las tasas de interés de las operaciones principales de refinanciación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0%, 0,25% y -0,50%, respectivamente, ii) realizar compras mensuales adicionales de activos por €120 mil millones hasta finales de 2020, bajo el programa de compra de activos (APP) existente y iii) llevar a cabo operaciones adicionales de refinanciación a plazo más largo (LTRO), de forma temporal, mediante un procedimiento de subasta de tasa fija con asignación completa, con una tasa de interés igual a la tasa promedio en la facilidad de depósito y condiciones más favorables en las operaciones de refinanciamiento a largo plazo (TLTRO-III). Adicionalmente, el BCE anunció un nuevo programa de compra de activos (Programa de compra de emergencia pandémica, PEPP) para garantizar la transmisión de su política monetaria. La compra es por un valor de € 750 mil millones, destinadas a activos de deuda pública y privada, que se implementarán hasta diciembre del 2020, incluyendo todas las categorías de activos elegibles bajo el programa de compra de activos (APP) existente.

Estados Unidos

Las medidas del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos son: i) reducción de las tasas de interés en 150 p.b. en marzo, lo que coloca la tasa de fondos federales entre 0% y 0.25%, ii) compra de deuda a corto plazo (pagarés) a las empresas americanas, iii) compra de deuda en bonos públicos y en valores hipotecarios (viviendas, inmuebles comerciales y oficinas), compras de papel comercial (CPFF) para facilitar el financiamiento empresarial a corto plazo (el circulante de las empresas), menores exigencias a los bancos (liquidez, capital y reservas) y plan de liquidez para los fondos de inversión monetarios, iv) apertura de líneas de canje o intercambio[2] (de provisión de liquidez) en dólares con los bancos centrales de Australia, Brasil, Dinamarca, Corea del Sur, México, Noruega, Nueva Zelanda, Singapur y Suecia, que podrían proveer hasta *USD* 90.000 millones, v) establecer nuevas líneas de crédito por *USD* 300.000 millones para garantizar el crédito (el Tesoro aportará *USD* 30.000 millones a este programa), dos nuevos programas para dar liquidez a los bonos corporativos en los mercados primario y secundario, un programa de emisión de valores respaldados por activos (ABS) para garantizar el flujo de crédito para préstamos para estudiantes, coches, tarjetas de crédito y otros y ampliar el crédito a ayuntamientos.

América Latina

La crisis del coronavirus ha traído nuevos desafíos para los bancos centrales de América Latina y el Caribe. Las autoridades monetarias disponen de distintos instrumentos para hacer frente al impacto económico, entre ellos la política de tasas de interés, la intervención directa en los mercados mediante la compra de activos y el suministro de liquidez a los bancos.

Como ejemplos, el Banco de México recortó la tasa de interés de referencia en 50 puntos base, a 6,0%, mientras que el Banco Central de Chile, ha aplicado dos recortes en la tasa de interés de política monetaria de 125 puntos base en total hasta dejarla en 0,5%, su nivel más bajo desde julio de 2009. Por su parte, el Banco Central de Reserva del Perú y el Banco de la República de Colombia disminuyeron su tasa de interés a 1,25% y 3,75%, respectivamente. Estos países han adoptado medidas adicionales para promover el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero, como son las facilidades de financiamiento, compra de bonos y operaciones de recompra, entre otros. Notablemente, los bancos centrales de Chile y Colombia han autorizado compras de bonos del Gobierno en el mercado secundario.

[1] Con base en el sitio Web del FMI “Policy Responses to COVID-19” y el sitio Web de la OCDE “Key country policy responses”.
[2] Swap en inglés

Las decisiones de política monetaria de los bancos centrales de las economías avanzadas, en especial del Sistema de la Reserva Federal, incidieron en el comportamiento de las tasas de interés internacionales, que se mantuvieron a la baja en el primer cuatrimestre del 2020. Además, hasta marzo el choque sanitario incidió en una salida de capitales desde los mercados emergentes hacia activos de refugio, como los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años, cuyo rendimiento se encuentra por debajo de 1% desde el 20 de marzo de 2020 y alcanzó un nivel de 0,64% el pasado 27 de abril (Gráfico 6).

Gráfico 6. Rendimiento de los Bonos del Tesoro de EUA

En porcentajes

Fuente: Bloomberg, con información al 27 de abril de 2020.

Mercados financieros internacionales

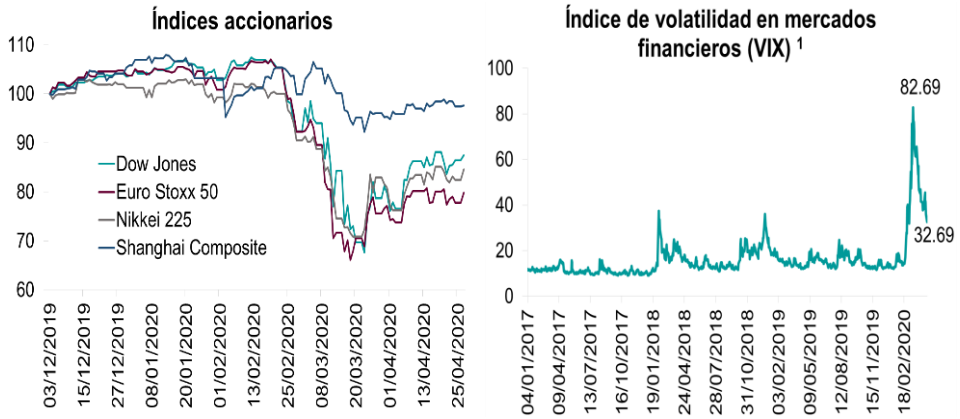
La crisis del COVID-19 es más severa que la crisis financiera del 2008 porque tiene una naturaleza diferente: proviene de un choque económico del sector real y no del sector financiero, por lo cual requiere acciones de política para proteger directamente a la población, el empleo y las empresas y no solo a las entidades financieras. En lo que respecta al sector financiero, esta crisis se ha manifestado en pronunciadas bajas en los principales índices accionarios, lo que a su vez se ha reflejado en una alta volatilidad de los mercados financieros internacionales (Gráfico 7), esta última medida por el índice VIX.

La volatilidad ha sido más alta que en eventos anteriores recientes, como las elecciones de EUA, el referendo de salida del Reino Unido de la Unión Europea y las tensiones comerciales entre EUA y China, alcanzando el nivel más alto el 16 de marzo. En esa fecha el VIX se ubicó en 82,69 puntos, pese a las medidas anunciadas por los bancos centrales y los gobiernos de varios países alrededor del mundo para reducir el impacto económico y financiero de la pandemia. Posteriormente, se ha reducido, pero aún se mantiene en niveles considerados de muy alta volatilidad (43 puntos en promedio en abril (al día 27)).

Esta situación también se manifestó en el índice de incertidumbre construido por el FMI (Gráfico 8), el cual muestra que esta crisis es significativamente mayor que en pandemias anteriores, como el SARS, el ébola o el MERS. De tal manera que el Índice de Incertidumbre Mundial alcanzó un nivel máximo histórico en el primer trimestre del 2020.

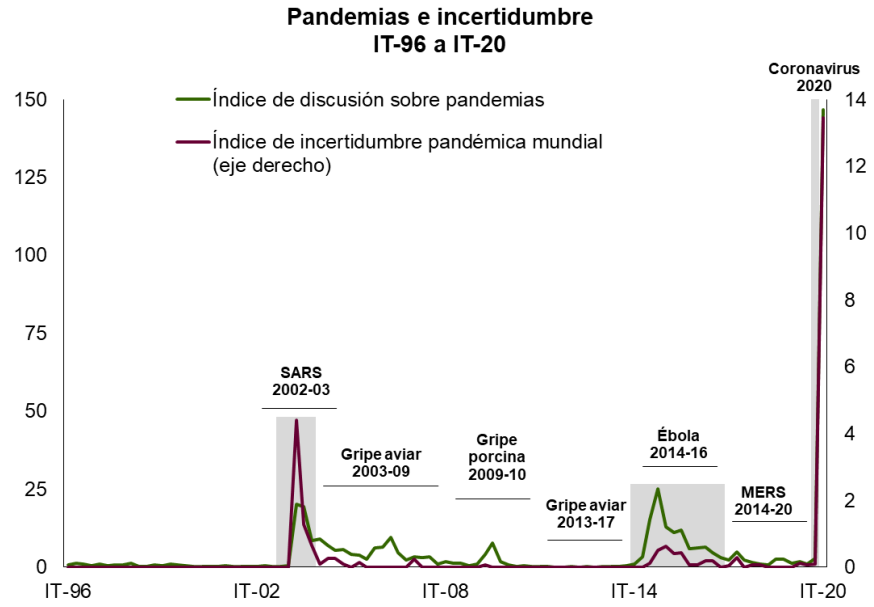
Gráfico 7. Indicadores de mercados financieros internacionales

En puntos



[1] El índice VIX mide la volatilidad de las opciones del mercado de Chicago (CBOE o Chicago Board Options Exchange) en el índice S&P500 (Standard & Poor's 500). Valores inferiores a 20 se asocian con períodos de relativa calma o estabilidad, entre 20 y 30 con volatilidad moderada y superiores a 30 con alta volatilidad.
Fuente: Bloomberg, con información al 27 de abril de 2020.

Gráfico 8. Indicadores de incertidumbre



Fuente: Elaborado a partir de datos solicitados al FMI. Este gráfico fue originalmente publicado en el *Blog* del FMI "Global Uncertainty Related to Coronavirus at Record High", el 06 de abril del 2020.

ECONOMÍA NACIONAL

Capítulo 2. Marco de política monetaria del Banco Central de Costa Rica

Este capítulo explica el marco analítico utilizado por el Banco Central de Costa Rica en la formulación e implementación de la política monetaria. Específicamente, presenta el marco jurídico de la política monetaria (leyes y reglamentos), sus objetivos e instrumentos, la implementación y transmisión de la política monetaria, y la función que desempeña la comunicación en este proceso.

El esquema actual de política monetaria, adoptado oficialmente desde enero del 2018 pero vigente en la práctica desde antes, se basa en un régimen monetario flexible de metas de inflación. El Banco Central orienta sus acciones de política monetaria al logro de una inflación baja y estable, definida como una inflación igual a 3% en el mediano plazo, con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual.

El principal instrumento para señalizar el estado de la política monetaria es la Tasa de Política Monetaria (TPM). Las medidas de política monetaria aplicadas por el Banco Central consideran la evolución actual y esperada de la inflación y de sus determinantes, debido a que estas toman tiempo para transmitirse a la economía y tener el efecto deseado sobre la inflación. Los análisis efectuados para tomar las decisiones de política monetaria son informados a la sociedad de forma oportuna y clara por medio de comunicados y diferentes informes que publica el Banco Central, lo que a su vez es de esperar mejore la credibilidad en -su compromiso de controlar la inflación.

Marco jurídico

Las disposiciones en materia de política monetaria se rigen por lo establecido en la Ley 7558, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica. El artículo 2 de esta Ley establece como principales objetivos de esta entidad "mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas"[4]. Por estabilidad interna se entiende mantener una inflación baja y estable, similar a la que en promedio exhiben en el largo

[4] Además, la Ley 7558 establece como objetivos subsidiarios: a) promover el ordenado desarrollo de la economía costarricense, b) velar por el buen uso de las reservas monetarias internacionales del país, c) promover la eficiencia del sistema de pagos internos y externos y mantener su normal funcionamiento y d) promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo.

plazo los principales socios comerciales del país[5], mientras que la estabilidad externa se relaciona con el logro de una posición de la balanza de pagos sostenible en el tiempo.

Mantener la inflación en niveles bajos y estables reduce la pérdida de poder adquisitivo de la moneda nacional, en especial para los grupos de ingresos bajos. Además, promueve la estabilidad de otros macroprecios (tasas de interés, tipo de cambio y salarios), lo que a la vez permite que las decisiones de ahorro, inversión y consumo se adopten en condiciones de mayor certidumbre[6].

Lo anterior favorece la asignación eficiente de los recursos productivos, con implicaciones positivas sobre el crecimiento económico, el bienestar y el empleo[7].

Por su parte, la estabilidad externa es importante para prevenir que el país incurra en una crisis de balanza de pagos, que genere un desequilibrio macroeconómico. Para ello es deseable que el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos sea compatible con su financiamiento sostenible en el mediano y largo plazo. Asimismo, el nivel de reservas internacionales netas debe ser acorde con las necesidades de la economía costarricense.

Para el logro de los objetivos anteriores, el artículo 3 de la Ley 7558 le confiere al Banco Central la potestad de definir y administrar la política monetaria y cambiaria. Además, la sección IV de esa Ley le autoriza a realizar operaciones de mercado abierto como recurso de estabilización monetaria. Al amparo de esta legislación, el Banco Central emite los lineamientos de política, muchos de ellos contenidos en las Regulaciones de Política Monetaria, las cuales establecen los aspectos operativos relativos a la política monetaria.

Marco de la política monetaria

La política monetaria es el conjunto de acciones que toma un banco central para influir sobre la cantidad de dinero disponible en la economía y sobre el costo del crédito, usualmente con el fin de garantizar la estabilidad de los precios. Para alcanzar sus objetivos, los bancos centrales requieren de un

[5] La convergencia hacia la inflación de largo plazo de los principales socios comerciales se justifica en el alto grado de apertura de la economía costarricense a los flujos comerciales y financieros.

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

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

marco de política claro. Existen varios marcos de política, pero el más utilizado actualmente es el de metas explícitas de inflación.

Este esquema de diseño de la política monetaria se caracteriza por el anuncio público de un objetivo cuantitativo (o de un rango) para la tasa de inflación sobre un horizonte de tiempo acotado y el reconocimiento explícito de que el principal objetivo de un banco central es mantener una tasa de inflación baja y estable. Además, hace explícita la importancia de la transparencia en la toma de decisiones de las autoridades monetarias y de la rendición de cuentas.

Para cumplir con el mandato establecido en la Ley 7558 de mantener la estabilidad interna de la moneda, la Junta Directiva del Banco Central adoptó en enero del 2018[8] un esquema monetario flexible de metas explícitas de inflación. Con la adopción de este esquema monetario culminó el proceso de transición iniciado en el 2005, cuando se aprobó el proyecto estratégico *"Esquema de meta explícita de inflación para Costa Rica"*[9]. La sucesión de medidas adoptadas en el proceso de transición se resumen en el capítulo 3 del Informe de Inflación de diciembre del 2017. Ese capítulo concluye que, previo a su adopción en enero del 2018, el diseño y ejecución de la política monetaria y cambiaria del Banco Central cumplía con muchos de los elementos de un régimen de metas explícitas de inflación. Así, por ejemplo, el Banco Central había asumido un compromiso con una meta numérica para la inflación y disponía de herramientas de análisis adecuadas para un enfoque prospectivo de su política monetaria.

Como parte de ese proceso, en la programación macroeconómica de enero del 2008 el Banco Central comunicó a la sociedad costarricense, por primera vez, un valor central para la meta de inflación con un margen de tolerancia de ± 1 p.p.. Se partió de un valor central de 8%, pero en julio del 2009 la coyuntura internacional permitió revisar a la baja este parámetro hasta 5%, valor en el que se mantuvo por los siguientes cuatro años, hasta que en enero del 2014 se redujo en 1 p.p. y finalmente desde enero del 2016 se ubica en 3%.

Este último valor para la meta de inflación no es arbitrario. Como resultado de las características de la economía costarricense -pequeña, abierta e importadora de materias primas, en particular de hidrocarburos-, la inflación a la que Costa Rica puede aspirar y mantener depende de la que muestran sus principales socios comerciales. En este sentido, en el 2012 el Banco Central identificó que la inflación de largo plazo de sus principales socios

[8] Artículo 5 del acta de la sesión 5813-2018 del 31 de enero del 2018.
[9] Proyecto aprobado mediante artículo 11 de la sesión 5229-2005, del 5 de enero de 2005. Su objetivo fue diseñar una estrategia orientada a preparar las condiciones para migrar a un régimen de metas de inflación.

comerciales se ubicaba en torno a 3%[10]. Con base en ello, en el Programa Macroeconómico 2016-2017 el Banco comunicó a la sociedad su aspiración de mantener la inflación en 3% en el mediano plazo con un rango de tolerancia de ±1 p.p.[11], objetivo que ha mantenido hasta la fecha[12].

El compromiso con una meta de inflación definida para el mediano plazo permite orientar las expectativas de los agentes económicos, lo que ayuda a consolidar el objetivo inflacionario del Banco Central como el ancla de la economía para el proceso de formación de los precios en Costa Rica.

Instrumentos de la política monetaria

Al igual que otros bancos centrales que siguen un esquema monetario de meta de inflación, el Banco Central de Costa Rica utiliza una tasa de interés de corto plazo como su principal instrumento. En este sentido, el Banco realiza su política monetaria mediante cambios en la Tasa de Política Monetaria (TPM), tasa que se emplea como referencia para conducir el costo de las operaciones a un día plazo en el MIL[13].

Para procurar que los ajustes en TPM se transmitan a las tasas en el MIL, el Banco Central dispone de un conjunto de instrumentos:

1) **Subastas diarias de Operaciones Diferidas de Liquidez (ODL)**: la Junta Directiva del BCCR aprobó en junio del 2011 ofrecer subastas diarias de ODL, ya sea de inyección o de contracción de liquidez en el MIL. De conformidad con el artículo 14 de la Políticas Generales para la Administración de Pasivos, estas subastas tienen como principal objetivo "[…] regular el nivel de la liquidez en el sistema financiero local, de tal forma que no se manifiesten en variaciones en la tasa promedio de interés de las operaciones a un día plazo en el MIL, que superen las establecidas por el corredor de tasas de interés de intervención del Banco Central de Costa Rica" en el límite superior y no sean menores a las del piso.

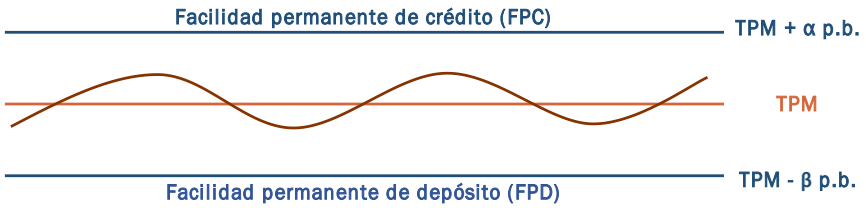
2) **Facilidades permanentes de crédito (FPC) y de depósito (FPD):** estos instrumentos permiten al Banco Central administrar la liquidez en el MIL y de esta forma, influir en la tasa de interés de dicho

[10] Álvarez y León. "Inflación de socios comerciales como referencia para la meta de inflación en Costa Rica". Documento de Trabajo 022|2012, Departamento de Investigación Económica. BCCR.
[11] Para mayor detalle ver el Recuadro 4 "La meta de inflación de largo plazo." en el Programa Macroeconómico 2016-2017.
[12] No obstante, en el Programa Macroeconómico 2020 el Banco Central comunicó que durante este año se va a abocar a explorar, en discusiones internas y en consultas con académicos y el público en general, la conveniencia de revisar esa meta.
[13] Según lo establecido en el artículo 6 del acta de la sesión 5499-2011 del 1 de junio del 2011. El MIL es un mercado de negociación de liquidez que funciona en la plataforma del Sistema Nacional de Pagos Electrónicos; en este mercado el BCCR concede créditos y recibe depósitos de corto plazo.

mercado. Cuando el MIL presenta excesos de liquidez, los participantes pueden depositar esos excedentes en la facilidad de depósito; por el contrario, si hay faltantes, el Banco puede proveer liquidez mediante la facilidad de crédito.

Con el fin de mejorar la transmisión de la señal de la política monetaria, el Banco Central estableció un corredor de tasas de interés en el MIL alrededor de la FPC y la FPD, de forma tal que los límites superior e inferior corresponden a las tasas de interés de la FPC y la FPD, en ese orden (Gráfico 9).

Gráfico 9. Corredor de tasas de interés en el MIL



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El objetivo de la participación del Banco Central en el MIL, tanto mediante las facilidades de crédito y depósito como con las subastas de ODL, es evitar presiones sobre la tasa de interés de las negociaciones efectuadas a un día plazo en este mercado, con el fin de que se mantengan cercanas a la TPM, que a su vez se fija en atención a la meta de inflación establecida por el Banco Central. Para ello el Banco suministra al sistema financiero la liquidez necesaria en caso de que este se encuentre escaso de recursos o bien drena recursos si el sistema muestra un exceso[14].

Se espera que las tasas de interés negociadas en el MIL a un día plazo, se ubiquen en los linderos de la TPM, dentro del rango de tolerancia definido por la Junta Directiva y de esta manera sea más efectiva su señal de política monetaria, se transmita a los otros mercados de dinero[15] y luego al resto de tasas de interés de la economía.

Además de los instrumentos en el MIL, el Banco Central cuenta con otro instrumento para el manejo de la liquidez: el encaje mínimo legal (EML). El EML es una reserva proporcional al monto total de los depósitos y captaciones en moneda nacional y extranjera, constituidos en las entidades financieras supervisadas por la Sugef, salvo las que expresamente exima la

[14] El Banco Central estima diariamente la liquidez sistémica tomando en cuenta los principales rubros que tienen efecto monetario sobre su balance.
[15] Mercado de dinero (MEDI) y recompras de la Bolsa Nacional de Valores.

Junta Directiva del BCCR. Según la Ley 7558, el límite máximo de la tasa de encaje mínimo legal es de 15% y el monto correspondiente deberá mantenerse en el BCCR en forma de depósitos en cuenta corriente.

La función del encaje mínimo legal ha cambiado con el tiempo. Tradicionalmente se ha utilizado como un medio para restringir el proceso de expansión secundaria del dinero. No obstante, actualmente este instrumento permite estabilizar la demanda de reservas y de esa forma reducir las tensiones sobre las tasas de interés de corto plazo (amortiguador) e incrementar la dependencia de liquidez de las instituciones financieras respecto de la que ofrece el Banco Central, de modo que las acciones de política monetaria de este último tengan mayor impacto.

Mecanismo de transmisión de la política monetaria

El marco analítico que sustenta la implementación de la política monetaria se sintetiza en el modelo de proyección trimestral del Banco Central[16] y su mecanismo de transmisión se resume en el Diagrama 1. En este modelo, el comportamiento de la inflación en el corto y mediano plazo se explica básicamente por las presiones de demanda y las expectativas de inflación.

Las presiones de demanda se aproximan con la brecha del producto. Su evolución está determinada por condiciones externas, como la trayectoria de los términos de intercambio y el crecimiento económico de Estados Unidos de América (principal socio comercial de Costa Rica), y por las condiciones financieras internas, que responden a la postura de la política monetaria del Banco Central, manifiesta en la TPM.

El proceso de formación de expectativas de inflación incorpora elementos inerciales y prospectivos. En la medida en que la credibilidad del Banco Central mejora, aumenta su capacidad para anclarlas a la meta de mediano plazo anunciada, al tiempo que disminuye la importancia relativa de los componentes inerciales. Otro factor que incide en las expectativas es la inflación importada y el efecto que sobre ésta puedan tener las expectativas de variación del tipo de cambio nominal[17].

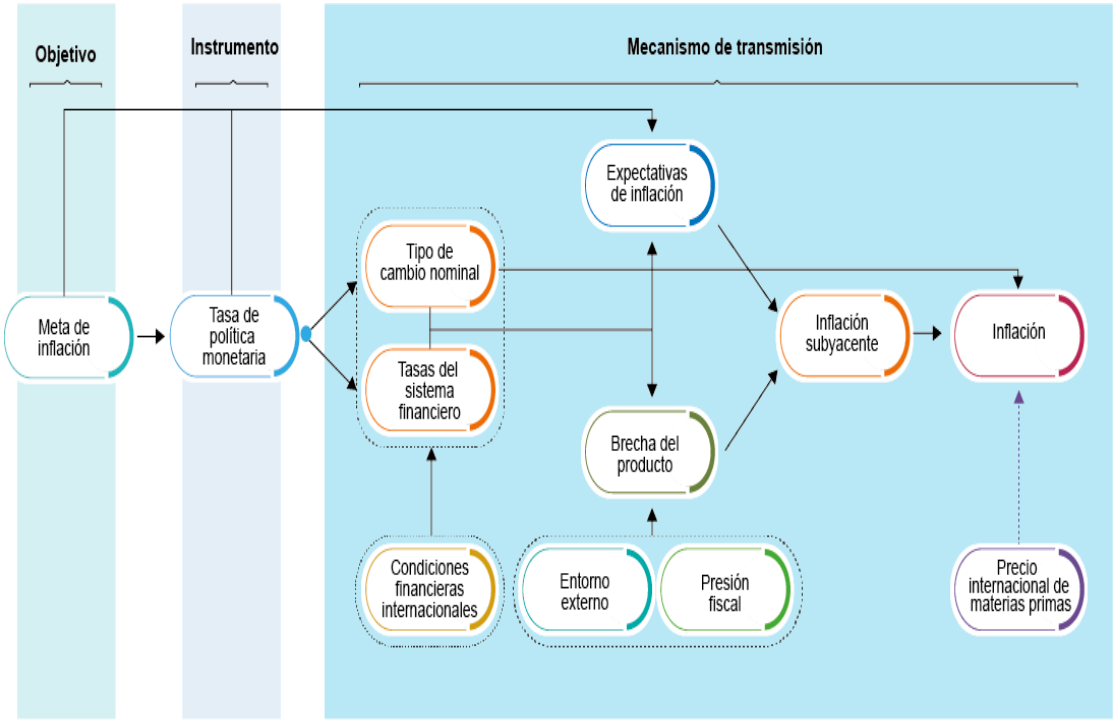
De acuerdo con este marco analítico, la política monetaria se implementa de tal forma que, cuando se detecte algún riesgo de que la inflación se ubique por encima o por debajo de la meta de mediano plazo (establecida por el Banco Central desde el 2016 en 3,0%, con una tolerancia de ± 1 punto porcentual) en el horizonte de proyección en que la política monetaria surte efecto (normalmente de 12 a 18 meses), y ese riesgo obedece a presiones

[16] Al respecto ver Informe de Inflación, diciembre 2017.

[17] Las variaciones cambiarias afectan la inflación directamente (por su impacto sobre los precios de los bienes importados) y vía su impacto en las expectativas de inflación. La teoría económica y la evidencia internacional indican que, en el tanto se fortalezca la credibilidad en la política monetaria y las expectativas inflacionarias se anclen, el efecto traspaso tiende a perder importancia.

persistentes de demanda (en lugar de a choques transitorios de oferta), la Junta Directiva del Banco Central consideraría realizar ajustes al alza o a la baja en la TPM, respectivamente.

Diagrama 1: Mecanismos de transmisión en el modelo de proyección trimestral del BCCR



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En línea con lo anterior, los ajustes en la TPM permiten comunicar los cambios en la política monetaria mediante modificaciones en el costo de la liquidez en el MIL, tal como se indicó en la sección previa. Para ello, el Banco Central procura que las tasas de interés en el MIL se ubiquen en torno a la TPM, que a su vez es consistente con la meta de inflación de mediano plazo planteada en la programación macroeconómica.

En otras palabras, cuando la Junta Directiva del Banco Central modifica la TPM, afecta el volumen y el costo de la liquidez de las instituciones financieras en el MIL y, además, envía al mercado un mensaje sobre el endurecimiento o relajamiento de la política monetaria. Por ambas vías (tasas de interés y expectativas), se espera que un cambio en la TPM se transmita al espectro de tasas de interés pasivas y activas del sistema financiero. Estas últimas tasas, a su vez, influyen en los planes de consumo e inversión de los agentes económicos, en el tipo de cambio y en los precios de los activos, y por todos esos canales, influyen sobre la evolución de la demanda agregada de bienes y servicios y, en última instancia, sobre el nivel de inflación.

El canal de expectativas influye no solo sobre las tasas de interés (expectativas de tasas de interés), sino también directamente sobre la inflación futura (expectativas de inflación), pues lo que los agentes económicos esperan que sean los precios a futuro incide en su proceso de fijación de precios.

Rezago en la transmisión y naturaleza prospectiva de las acciones de política monetaria

Las acciones de política monetaria (ajustes en la TPM) toman tiempo para tener el efecto deseado (mecanismo de transmisión) sobre la inflación (contrarrestar presiones desinflacionarios o inflacionarias). Estudios del Banco Central[18] revelan las siguientes características del proceso de transmisión de los ajustes en la TPM a las tasas de interés de mercado:

i. Es incompleto: por cada cambio de 100 p.b. en la TPM, las tasas de interés, pasivas y activas, se ajustan en promedio cerca de 70 p.b.

ii. No es inmediato: en promedio el efecto tarda entre 7 y 16 meses en manifestarse plenamente.

iii. Es asimétrico en dos sentidos: a) los cambios en la TPM se transmiten con mayor intensidad a las tasas de ahorro que a las tasas de préstamos del sistema financiero y b) los aumentos en la TPM se transmiten más rápidamente que las reducciones.

iv. Depende del grado de flexibilidad cambiaria: el abandono del régimen cambiario de paridad ajustable[19] contribuyó a mejorar la transmisión de los cambios en la TPM.

v. Es desigual para los bancos públicos y privados: a) el traspaso a las tasas de ahorro es superior en el conjunto de bancos privados que en los estatales y b) lo contrario ocurre con el traspaso hacia las tasas de los préstamos.

Precisamente porque existe un rezago en la transmisión de la política monetaria, ésta debe ser prospectiva.

Ahora bien, el Banco Central reconoce que, además de los movimientos en la TPM, otros factores influyen en el comportamiento de la inflación. La economía está expuesta a choques de oferta, como variaciones en el precio

[18] Ver al respecto: "Traspaso de la tasa de política monetaria en Costa Rica de 2000 a 2018", elaborado por José Pablo Barquero Romero y Luis Alonso Cendra Villalobos, Documento de trabajo Nº 01-2020.

[19] Este régimen estuvo vigente por más de dos décadas (desde 1982) y fue sustituido en octubre del 2006 por un régimen cambiario más flexible (régimen de banda cambiaria). Este cambio formó parte del proceso orientado a la adopción del esquema monetario de metas de inflación.

de las materias primas en el mercado internacional (petróleo o granos básicos, entre otros), los cuales eventualmente podrían ocasionar desvíos transitorios de la inflación meta. Dado que estos desvíos no responden a condiciones monetarias, el Banco Central podría decidir no ajustar su TPM si concluye que esos choques de oferta no generan efectos de segunda ronda. Para valorar el impacto de esos choques, el modelo macroeconómico da seguimiento tanto a la inflación medida con el Índice de Precios al Consumidor (IPC) como a la inflación subyacente[20].

Dado lo anterior, en todo momento el Banco Central analiza un conjunto de indicadores y la mejor proyección disponible de variables macroeconómicas que afectan directa o indirectamente la inflación. Así, la decisión sobre modificaciones de las TPM se realiza de manera prospectiva, con base en el análisis de la evolución esperada de la inflación y de sus determinantes macroeconómicos.

Credibilidad y comunicación en el esquema monetario flexible de metas de inflación

Por la importancia del canal de expectativas, cuánto confíen los agentes económicos en los anuncios hechos por el banco central será un determinante fundamental de la potencia de la transmisión de la política monetaria. Así, la credibilidad de un banco central es un factor fundamental para cumplir con sus objetivos y, en particular, para mantener una inflación baja y estable.

La credibilidad de un banco central se fundamenta en al menos tres elementos: i) los anuncios que realiza sobre su objetivo de política y la claridad con que explique al público las decisiones que toma para lograr ese objetivo; ii) sus acciones; es decir, el uso de sus instrumentos de política en función del objetivo anunciado y iii) la obtención de resultados coherentes con los anuncios y acciones, y la correspondiente explicación al público.

El grado de credibilidad del Banco Central puede ser medido por la capacidad que tiene de anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos a la meta anunciada, de forma que se mantengan dentro del rango meta, aun cuando la inflación observada muestre desvíos transitorios. En este sentido, a lo largo del 2019, las expectativas de inflación a 12 meses se mantuvieron ancladas a la meta, lo cual refleja una arraigada confianza por parte de los agentes económicos en relación con el compromiso del Banco Central de mantener una inflación baja y estable.

---

[20] Este indicador busca identificar las tendencias inflacionarias de mediano plazo sobre las cuales la política monetaria puede actuar. Se aproxima por el promedio simple de la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad (IEV), media truncada (IMT), reponderación por volatilidad (IRV), reponderación por persistencia (IRP) y exclusión fija de agrícolas y combustibles (IEF).
Ver https://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos, Indicadores de inflación subyacente, base junio 2015.

Coherente con su compromiso de una comunicación clara y efectiva, el Banco Central de Costa Rica ha venido emitiendo comunicados sobre cada una de sus decisiones de política monetaria, sea que haya decidido o no ajustar la TPM. En ellos expone su percepción sobre el entorno macroeconómico externo e interno, así como sus perspectivas para el corto y mediano plazo y sus implicaciones para la inflación. Estos análisis son complementados por informes periódicos, entre ellos el Informe de Política Monetaria. El Banco Central también ha procurado un mayor acercamiento con el público por medio de conferencias de prensa y con la participación en diversos foros empresariales y académicos. Con lo anterior se pretende explicar al público las acciones del Banco Central y sus objetivos.

Precisamente con la finalidad de continuar fortaleciendo la comunicación con el público, en el Programa Macroeconómico 2020-2021 la Junta Directiva del Banco Central comunicó la modificación del calendario de reuniones de política monetaria[21] y su decisión de publicar en forma anticipada el calendario de reuniones donde se tomarán las decisiones de política monetaria. A partir del 2020, se realizarán ocho reuniones de política monetaria al año, con un intervalo de seis semanas entre cada reunión. La primera de estas reuniones fue el pasado 29 de enero[22].

Además, las publicaciones del Banco Central fueron reorganizadas para que, en los trimestres en que no hay Programa Macroeconómico, se publique un Informe de Política Monetaria, que remplazará al Informe de Inflación. Ello permitirá ofrecer al público, en forma trimestral, un análisis exhaustivo de la coyuntura económica y de la política monetaria. Este documento es la primera edición del Informe de Política Monetaria.

[21] Artículo 9 del acta de la sesión 5914-2020 del 29 de enero del 2020.
[22] Para mayor detalle ver Programa Macroeconómico 2020-2021 sección 4 Objetivos y medidas de política y recuadro 6 Calendario de reuniones de política monetaria.

Capítulo 3. Actividad económica y mercado laboral

Durante el primer trimestre del 2020 la evolución de la actividad económica mostró un comportamiento disímil. En el primer bimestre, el proceso de recuperación que inició en junio del 2019 se mantuvo, aunque a un menor ritmo. Sin embargo, a partir de marzo la producción fue afectada severamente por las medidas de restricción y distanciamiento social adoptadas, tanto por el país como por las demás naciones, para tratar de contener la pandemia del COVID-19. Esta situación se refleja en la fuerte desaceleración estimada para el Producto Interno Bruto (PIB) para el primer trimestre del presente año (crecimiento de 0,5%), y en una contracción económica prevista para el segundo y tercer trimestres. Esta contracción sin duda impactará negativamente al mercado laboral, el cual desde años previos registraba una elevada tasa de desempleo.

Actividad económica antes de la crisis del COVID-19

Los datos del Índice mensual de actividad económica (IMAE), indicador de corta frecuencia de la actividad económica, muestran que en el primer bimestre del 2020 se mantuvo el proceso de recuperación económica observado a partir de junio del 2019[23]. Particularmente, en febrero del año en curso el IMAE aumentó 2,7% interanual[24], mientras que un año antes el crecimiento había alcanzado 1,5% (Gráfico 10). Sin embargo, los datos a febrero evidencian que la recuperación había perdido impulso. Así la variación trimestral anualizada de la serie ajustada por estacionalidad se redujo a 1,0% en ese mes (Gráfico 11)

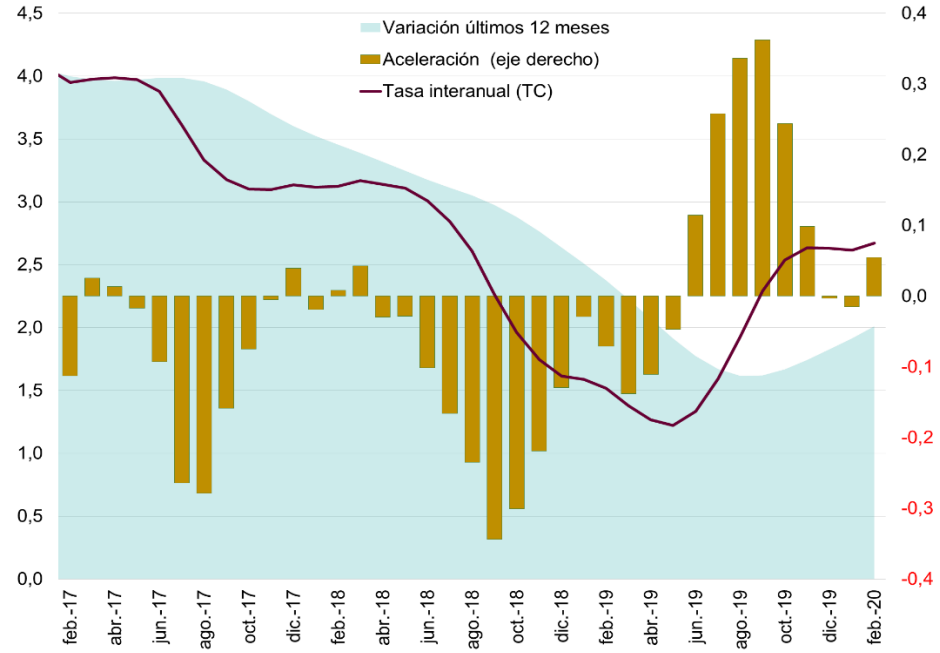
Si bien los datos del IMAE para el primer bimestre presentaban un panorama favorable para la actividad económica local, es importante acotar que en ese lapso todavía no se habían manifestado los efectos negativos del COVID-19. Esos efectos se empezaron a evidenciar con mayor fuerza en la segunda mitad de marzo, y fueron incorporados en la cuantificación de la producción del primer trimestre, que se comenta en la siguiente sección.

[23] La variación interanual del IMAE aproxima la evolución mensual del valor bruto de producción que, bajo el supuesto de un insumo-producto fijo, sirve como aproximación del PIB.

[24] El análisis se realiza con base en la serie tendencia ciclo, excepto que se indique lo contrario. Los datos básicos utilizados en el cálculo del indicador están sujetos a revisión por parte de las empresas informantes (sustitución de datos preliminares por definitivos). Lo anterior, y la incorporación de una nueva observación, podrían implicar ajustes en las tasas de variación de los meses previos.

Gráfico 10. Índice mensual de actividad económica, variación interanual de la tendencia ciclo

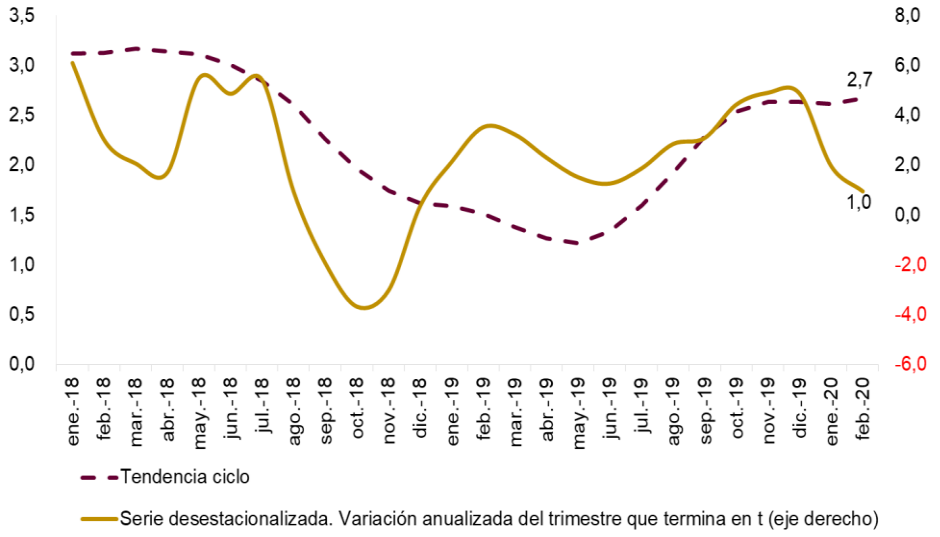
En porcentajes[1]



[1]La aceleración se define como la diferencia absoluta entre la tasa de variación del mes con la correspondiente del mes anterior de la tendencia ciclo.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 11. Índice mensual de actividad económica, variación interanual y trimestralizada

En porcentajes

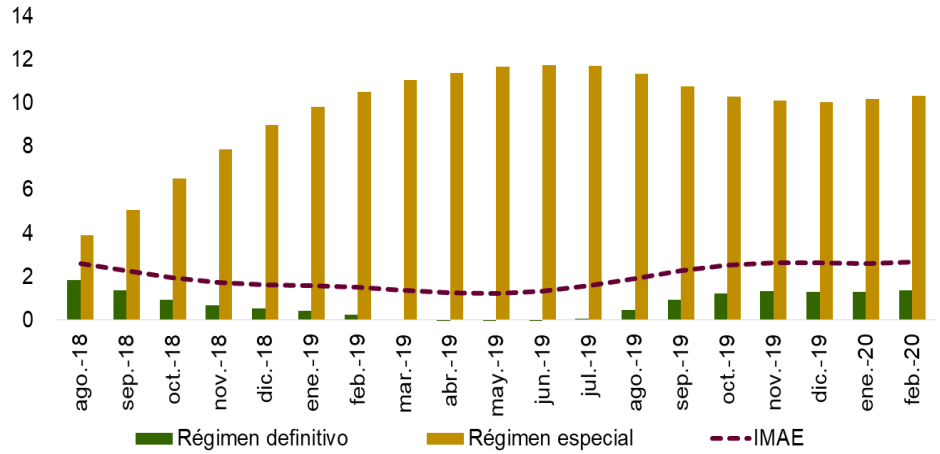


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En febrero, se observaron comportamientos disímiles entre los regímenes de producción, pues mientras las empresas ubicadas en los regímenes especiales[25] crecieron a tasas de dos dígitos (10,3%), las del régimen definitivo lo hicieron en 1,4%. Sin embargo, el crecimiento de las empresas del régimen definitivo fue el más alto observado desde setiembre del 2018 (Gráfico 12).

Gráfico 12. Índice mensual de actividad económica por régimen de producción

Variación interanual de la serie tendencia-ciclo, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En el comportamiento de las empresas del régimen definitivo influyó la recuperación de las actividades agropecuaria y comercial. Estas industrias empezaron a mostrar tasas positivas de variación a partir de agosto del 2019, luego de 10 meses de caída. No obstante, este régimen continúa afectado por la contracción que presenta la industria de la construcción desde diciembre del 2018.

Al analizar el IMAE por actividad económica (Gráfico 13), a febrero se observó un proceso de recuperación en la mayoría de actividades económicas, con tasas interanuales positivas y superiores a las de un año antes, excepto en construcción (que se contrajo más), tanto con destino privado como público.

Por su importancia relativa, destaca la aceleración en la manufactura, la mayor tasa desde marzo de 2007. El crecimiento de esta actividad ha sido impulsado principalmente por los regímenes especiales[26], en particular en la

[25] Zona franca y perfeccionamiento activo.
[26] El régimen especial representa más del 27% del total de la producción manufacturera.

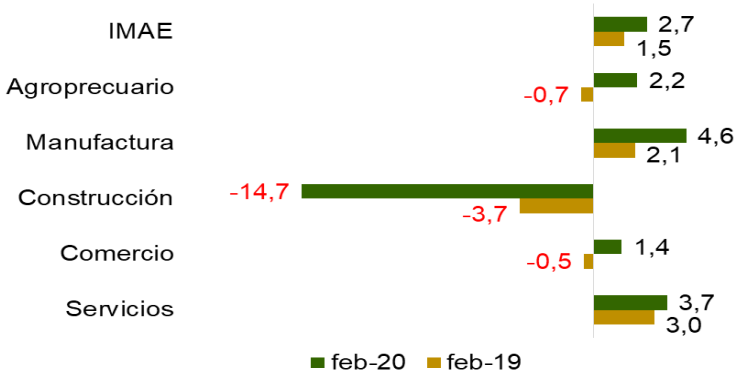
fabricación de implementos médicos[27], así como por los productos alimenticios[28], farmacéuticos y la recuperación del beneficiado de café.

La actividad agropecuaria fue favorecida por las condiciones climatológicas, con efectos favorables en especial sobre la producción de banano y cultivos destinados al mercado local (hortalizas, raíces, tubérculos y arroz). Por su parte, la actividad comercial reflejó la mayor comercialización de alimentos (incluidos los agropecuarios), productos farmacéuticos y de cuido personal.

En cuanto a los servicios, con la excepción de los de electricidad y agua, que se contrajeron 0,8%, los empresariales, de enseñanza y salud, así como los de alojamiento y comida mantuvieron el dinamismo de los meses previos.

Gráfico 13. Índice mensual de actividad económica por industrias

Variación interanual de la serie tendencia-ciclo, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cambios en la producción a partir de marzo del 2020 debido la crisis del COVID-19

Tal como se señaló en la sección previa, el impacto sobre la actividad económica de la crisis sanitaria originada por la propagación del COVID-19 inició con fuerza a partir de marzo del año en curso. Las medidas de aislamiento social y la disrupción en las cadenas de valor se materializaron en choques negativos sobre la demanda y oferta agregada, lo que quedó de manifiesto en la fuerte desaceleración del Producto Interno Bruto (PIB) del primer trimestre del 2020 (Gráfico 14).

[27] Catéteres, equipos de transfusión e implantes mamarios.
[28] Bebidas no alcohólicas, alimentos preparados para animales, arroz y productos de panadería.

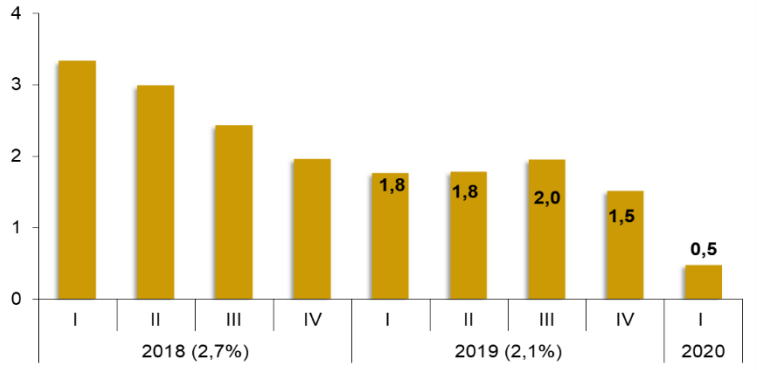
Los efectos negativos de esta situación es de esperar se concentren en el segundo y tercer trimestres, por lo cual, como se indica en el capítulo de proyecciones de este Informe, se estima para todo el 2020 una contracción del PIB, con un proceso gradual de recuperación en el 2021.

Por componentes del gasto (Cuadro 1), la desaceleración de la producción al término del primer trimestre del 2020, en comparación con igual lapso del año previo, se explica mayormente por la demanda interna, que registró un aporte negativo de 0,3 p.p. a la tasa de variación del primer trimestre (0,5%). Por otra parte, si bien la demanda externa mostró un aporte positivo (0,4 p.p.) a dicha tasa, este fue inferior al del primero del 2019, de modo que también contribuyó a esa desaceleración.

La evolución de la demanda externa estuvo determinada por la caída en la exportación de servicios, la cual comenzó a reflejar el efecto del cierre de fronteras (local e internacional) a partir de marzo. Por el contrario, los bienes más bien mostraron una recuperación, en razón de que al dinamismo de los bienes manufacturados por las empresas del régimen especial se sumó la recuperación de la oferta exportable de banano y la estabilización de las ventas en el mercado centroamericano.

Gráfico 14. PIB real trimestral

Variación interanual de la serie tendencia-ciclo, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En lo que respecta a la demanda interna, el aumento en el gasto de consumo final de los hogares (1 p.p. con respecto al primer trimestre del 2019, con un aporte de 1,3 p.p. a la variación del PIB trimestral) es congruente con el efecto positivo de la mejora en los términos de intercambio (2,3%) sobre el ingreso disponible y la recuperación relativa en las expectativas del consumidor, aunque éstas todavía se mantienen en terreno negativo (Recuadro 2).

Cuadro 1. PIB real trimestral según componentes del gasto

Variación interanual de la serie tendencia-ciclo, en porcentajes

	2018				2019				2020
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Producto Interno Bruto	**3,3**	**3,0**	**2,4**	**2,0**	**1,8**	**1,8**	**2,0**	**1,5**	**0,5**
Demanda interna	**2,2**	**1,7**	**1,0**	**0,7**	**1,1**	**1,2**	**1,4**	**0,8**	**-0,3**
Consumo final de los hogares	3,2	2,4	1,6	0,9	1,0	1,6	1,9	2,1	2,0
Consumo de gobierno	2,9	1,4	-1,1	-3,5	4,1	4,0	5,1	6,3	-2,7
Formación de capital fijo	-0,6	3,1	4,1	1,4	-3,3	-6,7	-7,1	-5,8	-4,7
Variación de existencias como porcentaje PIB [1/]	-0,2	1,1	0,5	4,0	2,7	1,4	2,6	3,9	0,5
Exportaciones de bienes y servicios	**4,5**	**4,0**	**3,7**	**3,5**	**2,9**	**2,6**	**2,7**	**2,1**	**1,1**
Bienes	5,4	4,2	4,2	4,2	2,7	2,3	2,2	2,3	3,1
Servicios	2,9	3,0	3,1	3,8	4,0	3,8	3,0	0,7	-2,3
Importaciones de bienes y servicios	**1,4**	**0,2**	**-0,4**	**0,0**	**0,5**	**0,7**	**0,6**	**-0,2**	**-0,8**
Bienes	0,7	-0,1	-0,5	0,3	0,3	-0,5	-0,9	-1,7	-1,0
Servicios	4,5	1,8	0,9	1,6	3,3	4,5	4,1	2,3	-0,1

[1] Dadas las oscilaciones que suele mostrar esta variable, en magnitud y signo, se presenta como porcentaje del PIB.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Recuadro 2. Resultados de las encuestas sobre la confianza de los consumidores y empresarios

En el régimen monetario de metas de inflación vigente en Costa Rica desde enero del 2018, las expectativas de los agentes económicos constituyen un elemento fundamental para la formación y transmisión de las acciones de política monetaria. Por tal razón, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) dispone de encuestas para estimar dichas expectativas y da seguimiento a las que realizan otros entes. Entre estas expectativas están las relacionadas con el consumo, la producción y el empleo, que se derivan de las encuestas de confianza de los consumidores y empresarios.

Este recuadro presenta los resultados más recientes de las encuestas efectuadas por la Universidad de Costa Rica (UCR), la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones del Sector Empresarial Privado (UCCAEP) y el BCCR para estimar la confianza de los consumidores y las expectativas de los empresarios sobre producción y empleo.

Cabe señalar que por el tiempo de cierre de la recolección de la información, en su mayor parte estas encuestas no reflejan todavía el efecto del choque originado por el COVID-19.

Encuesta de Confianza del Consumidor

Esta encuesta, elaborada por la Escuela de Estadística de la UCR, muestra que en el primer trimestre del 2020 el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se ubicó en 36,7 puntos (en una escala de cero a 100), lo cual si bien implica una mejora en la percepción de los consumidores con respecto a los dos trimestres previos (28,5 y 32,3 puntos en ese orden), todavía denota pesimismo[29]. Esa mejora fue generalizada entre los distintos grupos poblacionales.

El ICC se divide en dos mediciones: el Índice de Condiciones Económicas Actuales (ICEA) y el Índice de Expectativas Económicas (IEE). El primero proporciona una valoración del momento para la compra de bienes duraderos y de la percepción de la situación económica de la familia comparada con un año atrás; mientras el segundo valora la situación económica de la familia y de las empresas dentro de un año y de la situación del país en los próximos cinco años.

Estos dos índices registraron en el primer trimestre del 2020 un aumento de aproximadamente 8 puntos en comparación con el cuarto trimestre del 2019. Mientras el ICEA subió a 33,3 puntos desde 25,3, el IEE pasó de 30,7 a 39,0 puntos. Esto significa que los consumidores tienen una expectativa menos pesimista por el futuro económico del país, que por la situación actual.

En general, los coordinadores de la encuesta asocian la mejora en la percepción de los consumidores en los últimos seis meses terminados en marzo a una situación económica personal y de capacidad de compra más favorables. Aunado a lo anterior, disminuyó la magnitud de quienes consideran que el tipo de cambio aumentará, aumentó el porcentaje de los que consideran que es un buen momento para la compra de casa y carro. Por otra parte, se detuvo la tendencia de expectativas pesimistas hacia el crecimiento del desempleo y la pobreza y la calificación a la política económica mejoró con respecto a la encuesta anterior.

Índice Global de Expectativas Empresariales

Este índice, calculado por el Instituto de Investigaciones en Ciencias Económicas (IICE) de la UCR, señala que en el primer trimestre del 2020 la percepción de los empresarios se mantuvo prácticamente igual a la del cuarto trimestre del 2019, ya que solo aumentó

[29] Según la metodología empleada, valores por debajo de 50 evidencian pesimismo y por encima, optimismo.

0,2 puntos, para situarse en 47,6 puntos (en una escala de 0 a 100). Al igual que el ICC, en los últimos seis meses la percepción de los empresarios mejoró, aunque aún se mantiene en niveles de pesimismo (por debajo de 50 puntos). Esta mejora se asocia con el fortalecimiento de los índices en los sectores de construcción, manufactura y agropecuario, atenuada por la desmejora en servicios y comercio.

Las expectativas de generación neta de empleo se corrigieron al alza en relación con el último trimestre del 2019. En efecto, un 11,6% de los empresarios esperan incrementos en mano de obra, mientras un 12,6% prevé reducciones, por lo que el balance neto es de -1 un p.p., más favorable que en los tres meses previos (-6 p.p.). La encuesta también muestra un aumento de 5 p.p. en las oportunidades netas de contratación del primer trimestre del 2020 con respecto al trimestre anterior.

En cuanto a las ventas o producción, la expectativa neta de los empresarios resulta más favorable en los sectores de servicios y agropecuario. Al realizarse la comparación con el promedio del último año, la mayoría de actividades están por encima de ese valor, con la excepción de construcción y comercio, que se ubican 9 y 1 puntos por debajo respectivamente.

Esta encuesta también consultó por nuevas inversiones (rubros de herramientas y equipo, infraestructura y maquinaria) y sobre la variación del tipo de cambio en los primeros tres meses del 2020. En relación con las expectativas de inversión por sector, en promedio, un 4,5% expresó su intención de realizar nuevas inversiones (6,1% en el trimestre anterior) y todos los sectores disminuyeron ese porcentaje. En cuanto a la segunda consulta mencionada, el porcentaje de empresarios que espera que el tipo de cambio se mantenga en el lapso enero-marzo del 2020, es mayor al de aquellos que esperan aumentos o disminuciones.

Encuesta Trimestral de Negocios

Esta encuesta es realizada por la Unión Costarricense de Cámaras y Asociaciones del Sector Empresarial Privado (UCCAEP). En el cuarto trimestre del 2019[30] tanto en el Índice Empresarial de Percepción (IEP) que se refiere al trimestre previo, como en el Índice Empresarial de Confianza (IEC), expectativa para el trimestre en cuestión, mostraron reducciones con respecto a la encuesta anterior, evidenciando menor optimismo. El IEP pasó de 4,8 puntos a 4,0 mientras que el IEC de 5,3 puntos a 5,1.

La encuesta también consultó si era buen momento para realizar inversiones de capital, los obstáculos que enfrenan para realizar dichas inversiones y los niveles de subcontratación de servicios. Un 63% de encuestados indicó que no era buen momento para inversiones de capital, contra un 32% que consideraron que sí era un momento adecuado. Por otra parte, entre los principales obstáculos para realizar inversiones en el país, destacan en orden de importancia, el exceso de trámites y las altas tasas de interés. Por último, un 61% opinó que realizaría subcontrataciones a otras empresas, focalizadas básicamente en servicios de seguridad e informática y, en comparación con el año anterior, un 47% aumentó la subcontratación de servicios, un 27% la disminuyó y un 19% la eliminó.

Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial

Esta encuesta es elaborada por el BCCR, tiene cobertura nacional y se aplica en abril y octubre. La encuesta de abril permite conocer la perspectiva de los agentes económicos referente a la variación esperada de la producción y el empleo, entre otras variables, para

[30] Los índices obtenidos en esta encuesta se ubican entre 0 y 10: un valor de 5 significa que el indicador se mantiene igual con respecto al trimestre previo, por encima mejora y viceversa.

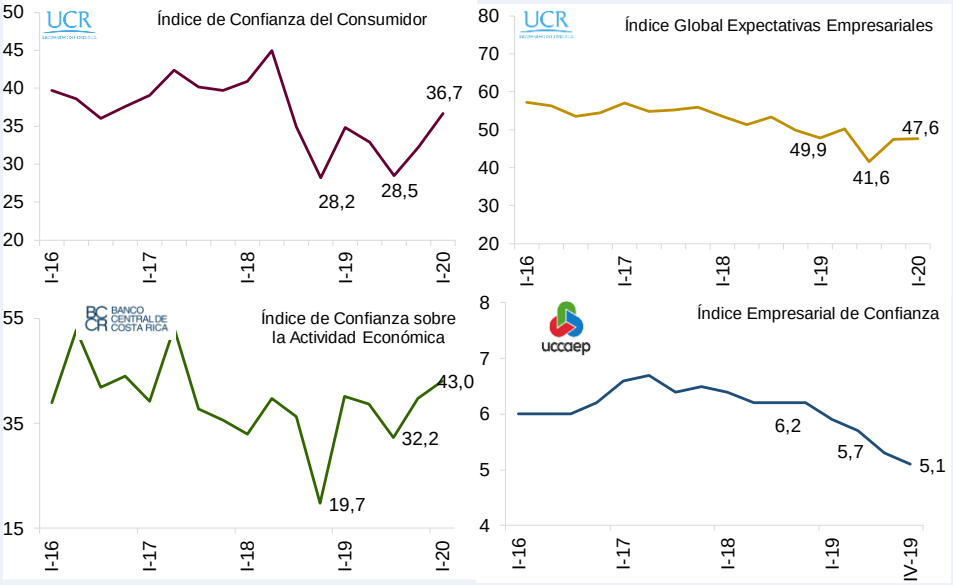
diciembre de ese año y la encuesta de octubre pregunta por las perspectivas de las mismas variables para diciembre del año siguiente.

Los datos correspondientes a octubre del 2019 indican una expectativa por parte de los empresarios de un crecimiento en la producción de 0,1% y de 1,2% en el empleo para el 2020, que representaba una mejora con respecto a la caída estimada de 1,0% en la producción y el incremento de 0,3% en el empleo para el 2019 de la encuesta realizada en abril de ese año. No obstante, en la encuesta de abril del 2020 los datos desmejoran dramáticamente. Los empresarios esperan que al término del 2020 la producción y el empleo disminuirán en 18,0% y 5,5%, respectivamente. Este comportamiento se atribuye principalmente a la reducción de la demanda y las actividades más afectadas fueron las inmobiliarias, de alojamiento, enseñanza y construcción. Detalles de los resultados de esta encuesta se presentan en la sección del mercado laboral.

Índice de Confianza sobre la Actividad Económica (ICAE)

Este índice, calculado por el BCCR trimestralmente, refleja la percepción de los empresarios sobre la evolución de la actividad productiva en los próximos seis meses. Consta de dos preguntas que se incorporan en la Encuesta de expectativas de inflación y tipo de cambio (en el segundo mes de cada trimestre): la primera evalúa la coyuntura para realizar inversiones y la segunda se refiere a la evolución del entorno económico. El nivel del ICAE en el primer trimestre del 2020 fue de 43 puntos (39,8 puntos en el previo), en una escala de 0 a 100. Esa mejora en 3 puntos se suma a la de 7,6 puntos observada en el último trimestre del 2019 en relación con el previo. Si bien este índice muestra una relativa mejora todavía permanece en terreno negativo.

Los resultados más recientes de los índices de confianza del consumidor y de perspectivas de los empresarios se resumen en los siguientes gráficos.



Fuente: UCR, UCCAEP y BCCR.

La caída en el gasto de consumo del Gobierno Central (aporte de -0,5 p.p.), contrario al crecimiento observado en el primer trimestre del 2019, está en línea con la contención en la contratación de nuevas plazas (sobre todo en enero y febrero) y con la suspensión a partir de la segunda semana de marzo del curso lectivo en escuelas y colegios públicos por causa del COVID-19. Lo anterior fue atenuado parcialmente por el crecimiento en los gastos de salud, particularmente de la Caja Costarricense de Seguro Social, especialmente desde inicios de marzo, para atender los efectos de la pandemia causada por el COVID-19.

La formación bruta de capital mantuvo la caída observada durante el 2019, debido principalmente al menor gasto en inversión en obras tanto privadas (residenciales y no residenciales) como públicas (contribución de -0,8 p.p. a la tasa de variación trimestral del PIB). El impacto negativo en la inversión pública deriva de la menor ejecución de proyectos de agua potable y saneamiento, así como de la reducción en la ejecución para infraestructura educativa; ambos proyectos se encuentran en la etapa final de ejecución. En contraste, la inversión en maquinaria y equipo (particularmente herramientas, equipo industrial, partes y accesorios de equipo de transporte) continuó con la relativa recuperación observada hacia finales del 2019.

Finalmente, el decrecimiento de las importaciones de bienes guarda relación con la menor adquisición de insumos vinculados con la industria metalúrgica y de papel, así como materiales de construcción, vehículos e hidrocarburos. En el caso de las importaciones de servicios, la contracción obedece a la menor importación de servicios relacionados con el turismo emisor (costarricenses viajando al resto del mundo), afectados por las restricciones a los viajes internacionales como consecuencia del COVID-19, así como por la menor importación de servicios de transporte, ante el menor flujo tanto de pasajeros como de bienes.

Por actividad económica (Cuadro 2), la fuerte desaceleración del PIB en el primer trimestre del 2020 es explicada, mayormente, por la caída en la actividad de alojamiento y de servicios de comida (-11,4%), en razón de la reducción del flujo de turistas hacia el territorio nacional en marzo ante el cierre de fronteras (en febrero ese tipo de turismo creció 5%), y de -3,2% en enseñanza y salud. La afectación en enseñanza se concentró en la pública, por la suspensión del ciclo lectivo, lo que fue parcialmente atenuado por el aumento en los gastos de salud por parte de la Caja Costarricense de Seguro Social y del Ministerio de Salud.

Por el contrario, las actividades de manufactura y agrícola repuntaron con respecto a los trimestres previos. En la primera, continuó el dinamismo de la producción de las empresas ubicadas en el régimen especial, sobre todo de aquellas que producen implementos médicos, a lo que se sumó la recuperación de la producción de las empresas del régimen definitivo, debido a la estabilización de las ventas al mercado centroamericano, la recuperación del beneficiado de café y la mayor producción de actividades relacionadas con productos alimenticios y farmacéuticos. En la actividad agrícola, las condiciones climáticas favorecieron la oferta exportable de banano y de

productos con orientación al mercado local (hortalizas, raíces, tubérculos y arroz).

Cuadro 2. PIB real trimestral según actividad económica

Variación interanual de la serie tendencia-ciclo, en porcentajes

	2018				2019				2020
	I	II	III	III	I	II	III	IV	I
Producto Interno Bruto	**3,3**	**3,0**	**2,4**	**2,0**	**1,8**	**1,8**	**2,0**	**1,5**	**0,5**
Agricultura, silvicultura y pesca	3,0	2,1	0,8	-0,3	-1,0	-1,2	-0,5	0,0	0,3
Industria manufacturera	3,3	2,6	2,0	1,7	1,7	2,0	2,1	2,3	2,5
Construcción	0,1	4,5	3,2	1,4	-4,3	-12,7	-13,9	-12,1	-12,1
Comercio y reparación de vehículos	2,5	1,8	1,0	0,2	-0,4	-0,6	-0,5	-0,3	0,0
Transporte y almacenamiento	2,9	2,1	2,2	2,4	2,8	2,8	2,2	1,3	0,9
Información y comunicaciones	11,1	6,9	4,8	4,1	5,1	6,7	6,7	5,2	3,8
Actividades financieras y de seguros	5,4	5,3	6,0	6,4	5,8	4,5	3,1	2,4	2,5
Servicios empresariales	4,8	4,5	4,1	5,1	5,0	4,7	4,5	2,8	2,1
Resto [/1]	2,8	2,1	0,7	-0,4	3,4	3,1	3,4	3,4	-1,9
de los cuales									
Alojamiento y servicios de comida	3,0	3,0	2,8	2,7	2,8	2,2	1,1	-3,6	-11,4
Enseñanza y salud	2,6	1,1	-1,7	-4,6	4,7	4,6	6,1	7,8	-3,2

[1] Incluye las actividades de minas y canteras, electricidad y agua, alojamiento, servicios de comida, administración pública, actividades artísticas y de entretenimiento y hogares como empleadores.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Mercado laboral

En el 2019, el mercado laboral costarricense presentó un deterioro en comparación con el año precedente, que se manifestó, entre otros, en una mayor tasa de desempleo y de subempleo. En el cuarto trimestre de ese año, la tasa de desempleo abierto fue de 12,4%, mientras que las tasas de subempleo y de desempleo ampliado fueron de 11,1% y 14,2%, respectivamente (Gráfico 15).

Si bien a la fecha de publicación de este Informe no se disponía de los datos de la Encuesta Continua de Empleo, elaborada por el Instituto Nacional de Estadística y Censos, correspondiente al primer trimestre del 2020, cifras obtenidas del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (MTSS), de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS), de la Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial (EDPE), elaborada por el BCCR en abril del presente año, y de sitios *web*, apuntan a un mayor deterioro del mercado laboral en los primeros cuatro meses del presente año.

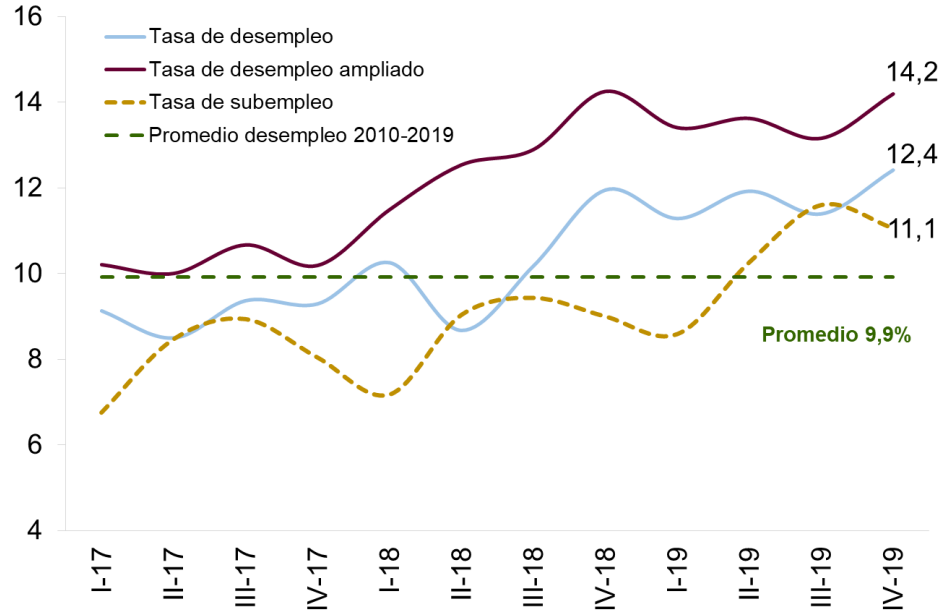
En efecto, como puede apreciarse en el Cuadro 3, según datos del MTSS al pasado 21 de abril, cerca de 6.700 empresas con 114 mil empleados habían solicitado a ese Ministerio modificación de contratos laborales. La flexibilización de las jornadas laborales fue una de las medidas que

implementó el Gobierno para mitigar el impacto de la crisis sanitaria en el flujo de caja de las empresas y proteger el empleo.

Esas modificaciones pueden ser de dos tipos: suspensión temporal de contratos y reducción de jornadas. Al pasado 21 de abril, se habían recibido 40.142 solicitudes de suspensión temporal de contratos y 74.062 de reducción de jornadas. De las primeras se habían aprobado 13.049 y de las segundas 18.037. Proporcionalmente, el comercio fue la actividad con mayor cantidad de solicitudes de modificación de contratos laborales, lo cual es consistente con la debilidad mostrada por esta actividad a lo largo del año pasado y con el hecho de que esta fue una de las actividades más afectadas por las medidas adoptadas por el Gobierno para enfrentar la pandemia del COVID-19, junto con los hoteles, restaurantes y el trasporte público.

Gráfico 15. Indicadores de empleo

En porcentajes



Fuente: BCCR, con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Por otra parte, aunque el total de cotizantes a la CCSS en marzo del presente año no presentó cambios significativos, que pongan de manifiesto cambios en el total de personas empleadas, a partir de datos de esta entidad se elaboró una matriz que muestra las variaciones en las jornadas de trabajo de los asalariados en marzo del 2020 con respecto a febrero de este mismo año (Cuadro 4). Esta matriz muestra un incremento significativo en los asalariados que registraron un cambio a jornada parcial. En efecto, la cantidad de personas que pasó de jornada diurna a parcial entre febrero y marzo del año en curso (6.648) fue poco más de 9 veces el promedio mensual observado en el 2019 (734).

Cuadro 3. Solicitudes de modificación de contratos laborales presentadas ante el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social al 21 de abril del 2020

Cantidad de personas y porcentajes

	Solicitudes ante el MTSS								
	Suspensión Temporal Contratos		Reducción de Jornadas						
Actividades MTSS	Solicitado	Aprobado	Solicitado	Aprobado	(1) Total Solicitado	(2) Total aprobado	(3) Ocupados ECE **/	Solicitudes/ ocupados (1)/(3)	Aprobados/ Ocupados (2)/(3)
Comercio	23 408	7 568	36 473	9 258	59 881	16 826	343 299	17,4%	4,9%
Servicios	11 766	3 926	25 165	4 595	36 931	8 521	1 099 782	3,4%	0,8%
Industria	2 129	294	6 055	1 500	8 184	1 794	226 921	3,6%	0,8%
Transportes	2 243	842	3 525	1 555	5 768	2 397	115 377	5,0%	2,1%
Agro	163	31	2 067	1 050	2 230	1 081	261 669	0,9%	0,4%
Construcción	433	388	747	74	1 180	462	135 002	0,9%	0,3%
Extractiva	-	-	30	5	30	5	768	3,9%	0,7%
Total	40 142	13 049	74 062	18 037	114 204	31 086	2 182 818	5,2%	1,4%

ECE: Encuesta Continua de Empleo al IV trimestre del 2019.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

Cuadro 4. Matriz de transición en la jornada laboral de los asalariados

Cantidad de personas y porcentajes

Jornada febrero	Jornada marzo								
	Desconocida	ACU	DIU	EXT	MIX	NOC	PAR	VES	Sin registro
Desconocida	61 782	3	69	0	3	1	406	17	743
ACU	0	21 539	46	1	2	0	118	1	1 410
DIU	12	34	1 042 411	2	40	15	6 648	185	51 370
EXT	0	0	4	1 986	1	0	39	8	180
MIX	0	1	36	1	38 424	7	370	33	2 139
NOC	0	0	7	1	4	6 748	40	1	520
PAR	3	24	205	2	14	1	75 136	18	5 800
VES	0	0	3	0	3	0	112	2 763	237
Sin registro	27	1 527	47 894	164	1 826	269	5 855	269	-4 568

Nota: Los números de la diagonal indican la cantidad de personas que mantuvo en marzo su jornada laboral igual a la de febrero.
Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información de la CCSS.

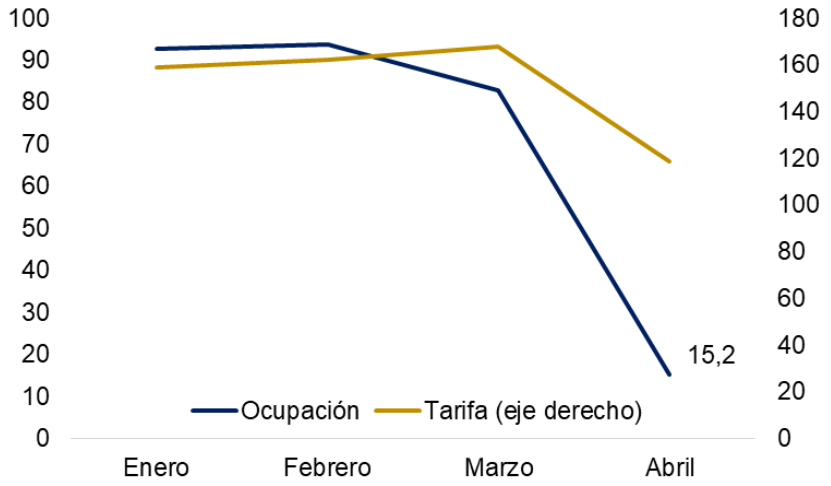
Por otra parte, en consulta efectuada a 645 hoteles mediante la extracción de datos de sitios en Internet (*web scraping)* para los meses de enero a abril del presente año, se observó un comportamiento a la baja tanto en la tarifa como en la ocupación, especialmente en abril (Gráfico 16), lo cual indica que a partir de este mes se reflejarían en pleno las consecuencias de la pandemia en actividades relacionadas con el turismo.

De acuerdo con esta información, ese comportamiento a la baja es generalizado en todas las provincias, pero fue ligeramente superior en Guanacaste, en lo que respecta a la ocupación, con una caída promedio entre

enero y abril del 2020 de 85,2%, mientras que en la tarifa la mayor disminución se dio en Cartago (*USD* 39,2 en el lapso indicado, Gráfico 17).

Gráfico 16. Tasa de ocupación y tarifa de hoteles[1] promedio según plataformas web

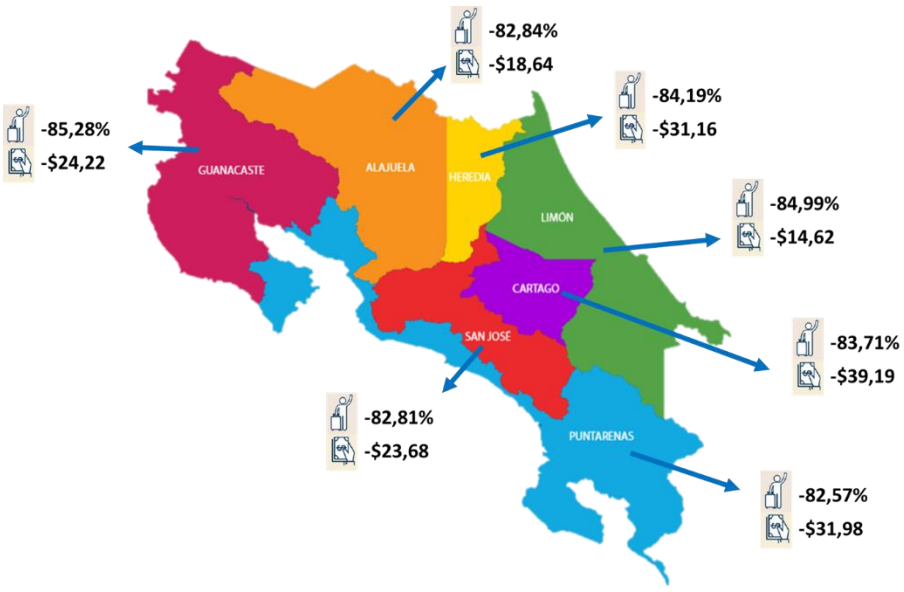
En porcentajes (tasa de ocupación) y dólares (tarifa)



[1] Tarifa promedio para 2 personas. Los datos de abril son del día 1 al 17.
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de las plataformas booking.com y hoteles.com, mediante *web scraping*.

Gráfico 17. Tasa de ocupación y tarifa de hoteles[1] promedio según plataformas web: variación enero-abril por provincia

En porcentajes (tasa de ocupación) y dólares (tarifa)

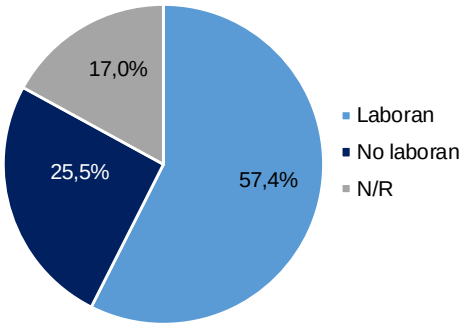


[1] Tarifa promedio para 2 personas. Los datos de abril son del día 1 al 17.
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de las plataformas booking.com y hoteles.com, mediante *web scraping*.

Al igual que ocurrió con los hoteles, según las páginas *web* de restaurantes, a abril poco más de un 25% se encontraban cerrados y de estos, un 19% habían cerrado debido al COVID-19. Las provincias más afectadas por esos cierres fueron San José y Puntarenas (Gráfico 18).

Gráfico 18. Estado de operación de restaurantes a abril del 2020

En porcentajes (tasa de ocupación) y dólares (tarifa)



Motivo de cierre

Motivo	Porcentaje (%)
Covid 19	19,2
Otras razones	6,4
Total	**25,5**[1/]

Cierre por provincia

Provincia	Distribución (%)
San José	34
Heredia	11
Cartago	11
Puntarenas	33
Limón	11

[1] Calculado sobre los restaurantes que cerraron.
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información de las páginas web de restaurantes,

Por otra parte, en la Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial de abril 2020, aplicada por el Banco Central de Costa Rica se incluyó un apartado para conocer la perspectiva en el corto plazo que tienen los agentes económicos sobre el empleo.

Si bien al igual que ha ocurrido en otros países, la recolección de datos de esta encuesta fue afectada por las medidas de restricción aplicadas por las autoridades, lo que influyó negativamente en la tasa de respuesta[31], constituye un insumo valioso para tener una mejor comprensión del posible efecto de la crisis sanitaria actual sobre el mercado laboral.

Un hecho importante que muestra la encuesta es que la mayoría de empresas (88,0%) se encuentran operando y de las que cerraron temporalmente (11,6%), más de un 60% espera reabrir entre mayo y junio. Entre las empresas en operación, las que muestran la mayor afectación son las de alojamiento y servicios (de comida), con un porcentaje de operación de solo 32,2%, seguidas por las de actividades inmobiliarias, con un 53,1%. Las empresas de comercio que, según vimos antes, son de las que más han optado por la modificación de contratos laborales, presentaban un porcentaje de operación de 83,6%. Las empresas menos afectadas fueron las de

[31] La tasa de respuesta de esta encuesta fue de 37% (avance al 29 de abril) cuando lo usual es cerca de un 70%.

manufactura y actividades profesionales científicas y técnicas, con tasas de operación de 91%.

Específicamente en lo concerniente al empleo, las empresas que respondieron la encuesta (y que están operando) tenían a inicios de marzo un total de 101.712 empleados (datos muestrales). Ante la crisis que está experimentando el país, en promedio estas empresas redujeron la cantidad de personal en 20% y aplicaron otras medidas como reducción de la jornada laboral (41,2%), suspensión del contrato (30,8%) y vacaciones obligatorias (30,6%) (Cuadro 5).

Las actividades económicas que más redujeron el personal fueron las actividades administrativas y servicios de apoyo (39,3%) y las actividades profesionales, científicas y técnicas (32,5%). Nótese que las actividades administrativas es de las que más empleados tenía a inicios de marzo del 2020. Entre quienes disminuyeron la cantidad de empleados, la razón principal fue la reducción de la demanda. Hubo empresas que aumentaron la contratación laboral en cerca de 9%; estas empresas laboran principalmente en electricidad, agua y saneamiento.

Cuadro 5. Resumen de resultados de la Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial de abril 2020

Cantidad de personas y porcentajes

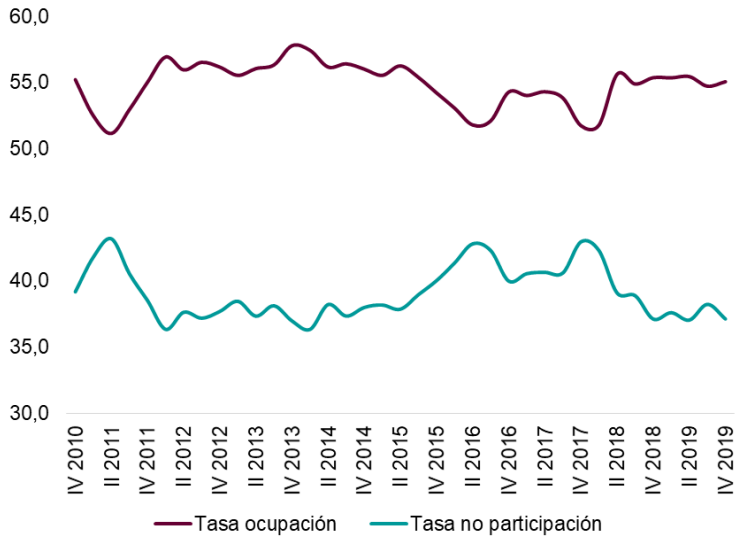
Industria	Cantidad de empleados a inicio de marzo	Reducción de personal (%)	Reducción jornada laboral (%)	Suspensión del contrato (%)	Vacaciones obligatorias (%)
Total	101.712	20,0	41,2	30,8	30,6
Agricultura, silvicultura y pesca (A)	8.453	9,8	36,0		9,7
Manufactura (C)	14.087		27,5		21,5
Electricidad, agua y servicios de saneamiento (D, E)	1.263				8,0
Construcción (F)	4.323	24,4	36,0	14,5	47,4
Comercio al por mayor y al por menor, reparación de vehículos (G)	23.570	10,6	29,1	10,0	40,5
Transporte y almacenamiento (H)	1.589		37,5		17,8
Actividades de alojamiento y servicios de comida (I)	4.953	16,3	52,1	52,3	35,3
Información y comunicaciones (J)	3.040	15,0	62,5	10,0	43,6
Actividades inmobiliarias (L)	367	16,0	37,5		51,7
Actividades profesionales, científicas y técnicas (M)	3.905	32,5	30,0	35,0	22,5
Actividades administrativas y servicios de apoyo (N)	27.402	39,3	46,7	18,0	8,1
Enseñanza (P)	2.930	9,0	37,0	9,0	30,0
Actividades de la salud humana y de asistencia social (Q)	4.291	18,0	50,7	20,0	28,3
Otras actividades (R, S)	1.539	35,6	59,4	32,8	58,8

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por último, el comportamiento histórico del mercado de trabajo muestra que hay mayores flujos de personas desde la ocupación a la inactividad (y viceversa) (Gráfico 19). Lo anterior sugiere que al inicio de la crisis el posible impacto sobre la tasa de desempleo sería principalmente por reducción en la fuerza de trabajo. Asimismo, la disminución en las jornadas de trabajo aumentaría el subempleo.

Gráfico 19. Evolución de los ocupados y los inactivos

En porcentajes (tasa de ocupación) y dólares (tarifa)



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

Balanza de pagos

Al igual que ocurrió con la actividad económica, fue al término del primer trimestre del 2020 cuando las cuentas externas del país comenzaron a percibir los efectos directos e indirectos del confinamiento y demás restricciones sanitarias, adoptadas por el COVID-19. En el ámbito local, destacó el cierre de fronteras decretado por el Gobierno en marzo, el cual tuvo un impacto negativo a finales del trimestre sobre el ingreso de turistas y actividades relacionadas.

En ese contexto, el intercambio comercial y financiero con el resto del mundo, en especial con nuestros principales socios comerciales, estuvo determinado por el incremento de la incertidumbre respecto al comportamiento de la actividad económica global y local, así como por la caída en el precio de las materias primas, especialmente del petróleo, afectado por guerra de precios, caída inédita en demanda, y dificultades de saturación de capacidad de almacenamiento[32]. Esto último, favoreció los términos de intercambio del

[32] Al término de marzo del 2020, el precio del West Texas Intermediate (WTI) mostró una reducción del 48,9% respecto al cierre de diciembre del 2019.

país, que propició en este trimestre una menor brecha en la cuenta de bienes de la balanza de pagos respecto a la observada en el mismo período del año anterior.

En el primer trimestre del 2020, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PIB se ubicó en 0,1%, inferior en 0,2 p.p. al del mismo período del año previo (Cuadro 6). Los flujos de ahorro externo, tanto públicos como privados, no fueron suficientes para financiar esta brecha lo que propició una reducción de activos de reserva por el equivalente a 1,5% del PIB.

La mejora en la cuenta de bienes (0,6 p.p. del PIB) con respecto al primer trimestre del 2019, es resultado del incremento de las ventas externas (8,3%), combinado con una caída en las importaciones (3,2%). El incremento de las exportaciones fue explicado por el dinamismo de las ventas externas de los regímenes especiales (16,3%), dado el crecimiento casi nulo del régimen definitivo (0,7%). En los regímenes especiales destacaron las ventas de dispositivos médicos (18,9%).

La reducción en las importaciones, particularmente a fines del primer trimestre, fue influenciada por las medidas de confinamiento y la pérdida de confianza de los agentes económicos, que redujeron el consumo de bienes y servicios.

Según régimen de producción, el valor de las importaciones del régimen definitivo (sin hidrocarburos), cayó 4% con respecto al mismo período del año anterior. La factura de hidrocarburos disminuyó 14,8% en el primer trimestre del año, explicado, principalmente, por la contracción en la cotización por barril de producto terminado (-12,2%) y en menor medida, por el declive en la cantidad importada de barriles (3,0%). Por su parte, las importaciones de los regímenes especiales disminuyeron en 6,2%.

Asimismo, la cuenta de viajes de la balanza de pagos mostró una caída de 10,0% con respecto al primer trimestre de año anterior, y fue el principal detonante del menor superávit en la cuenta de servicios (7,4%). No obstante, en el neto, el balance positivo de la cuenta de servicios superó el déficit de la cuenta de bienes en cerca de 2 veces en este trimestre.

Congruente con el nivel de endeudamiento externo de la economía, en la forma de inversión directa y de endeudamiento público y privado, en el primer trimestre del 2020, el déficit en la cuenta de ingreso primario mostró un incremento en relación con el mismo lapso del año previo de 11,9%. Esta brecha fue superior al resultado positivo de la cuenta de bienes y servicios y del ingreso secundario y, por lo tanto, constituye el principal determinante del déficit de cuenta corriente.

En el periodo en comentario, los flujos financieros netos de la economía costarricense registraron una salida de 1,4% del PIB (*USD* 886 millones), producto de los egresos netos observados en el sector público por 1,5% del PIB y por el menor financiamiento del sector privado respecto al mismo periodo del año anterior (*USD* 797,2 millones menos). En el sector público sobresalió el efecto del pago anticipado del crédito concedido al BCCR por el Fondo Latinoamericano de Reservas con un vencimiento residual de *USD* 625,0 millones, operación realizada en enero del presente año. Es importante acotar que esta operación tuvo un efecto intertemporal en el balance neto de los flujos de ahorro externo pues el aprovisionamiento tuvo lugar en el trimestre previo.

Cuadro 6. Balanza de pagos[1]
En millones de USD y como porcentaje del PIB

	Millones de USD		% del PIB	
	2019	2020	2019	2020
	I Trim	I Trim		
I Cuenta corriente	**-163**	**-56**	**-0,3**	**-0,1**
A. Bienes	-1.248	-882	-2,0	-1,4
Exportaciones FOB	2.824	3.059	4,6	5,0
Importaciones CIF	4.072	3.941	6,6	6,4
Hidrocarburos	401	342	0,6	0,6
B. Servicios	1.868	1.730	3,0	2,8
Viajes	1.065	958	1,7	1,6
C. Ingreso Primario	-918	-1.027	-1,5	-1,7
D. Ingreso Secundario	135	122	0,2	0,2
II Cuenta de capital	**7**	**7**	**0,0**	**0,0**
Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)	**-157**	**-50**	**-0,3**	**-0,1**
III Cuenta financiera	**-996**	**886**	**-1,6**	**1,4**
Sector público	-154	932	-0,2	1,5
Sector privado	-843	-45	-1,4	-0,1
Pasivos de inversión directa	-602	-549	-1,0	-0,9
IV Activos de reserva	**840**	**-936**	1,4	-1,5
Saldo de activos de reserva	**8.356**	**8.059**	**13,5**	**13,1**

[1] Los datos de marzo de 2020 son preliminares.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En lo que respecta al sector privado, destacó un menor financiamiento de las otras sociedades de depósito privadas, particularmente por el incremento de los depósitos de estas entidades en bancos del exterior. Adicionalmente, se registró una caída en los pasivos de inversión directa de 8,7% respecto al mismo periodo del año previo, afectada por menores inversiones nuevas y una reducción en el financiamiento por parte de las casas matrices.

Así, al término del primer trimestre del 2020, el balance de transacciones reales y financieras llevó a una reducción de los activos de reserva de *USD* 936 millones, lo cual ubicó el saldo en *USD* 8.059 millones a finales de marzo. Ese acervo representó 13,1% del PIB.

Situación financiera del Gobierno Central

Los datos preliminares de ingresos y gastos del Gobierno Central acumulados al término del primer trimestre del 2020, mostraron un déficit

primario de 0,1% del PIB (0,6% en 2019), el más bajo a marzo desde el 2009, comportamiento que reflejó el sostenido crecimiento en los ingresos luego de la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635) en diciembre del 2018 y el esfuerzo del Gobierno por contener el crecimiento de los principales rubros del gasto corriente. No obstante, el aumento sostenido del servicio de intereses de la deuda pública (41,9%), como consecuencia de los altos déficit fiscales pasados y actuales, llevó a que el déficit financiero se ubicara en 1,6% del PIB, similar a lo observado en igual periodo del año anterior (Gráfico 20).

La recaudación tributaria aumentó 4,7%, impulsada por la aceleración en el crecimiento del impuesto al valor agregado (IVA) y del selectivo de consumo interno, incremento asociado a la entrada en vigencia de la Ley 9635. En contraste, la recaudación por los impuestos a los ingresos y utilidades, y aduanas cayeron con respecto a marzo 2019 en 7,9% y 7,4%, en ese orden; en el primer caso repercutió el fuerte crecimiento del rubro en el primer trimestre del año anterior (24,9%) por la aplicación de la amnistía tributaria vigente, según la Ley 9635, y en el segundo, el comportamiento fue congruente con el lento dinamismo de las importaciones ante la desaceleración de la actividad económica (Gráfico 21).

Por su parte, el gasto primario mostró una caída de 9,5% con respecto a igual periodo del 2019, explicada por las menores transferencias corrientes y de capital[33] (-11,4% y -45% respectivamente), y por la desaceleración en el rubro de remuneraciones (2,3% contra 4,9% un año atrás). No obstante, el mayor pago de intereses asociado, especialmente, a la deuda interna (46,7%), llevó al crecimiento de 0,1% en los gastos gubernamentales totales, evidenciando las consecuencias de la dinámica creciente en el nivel de la deuda pública

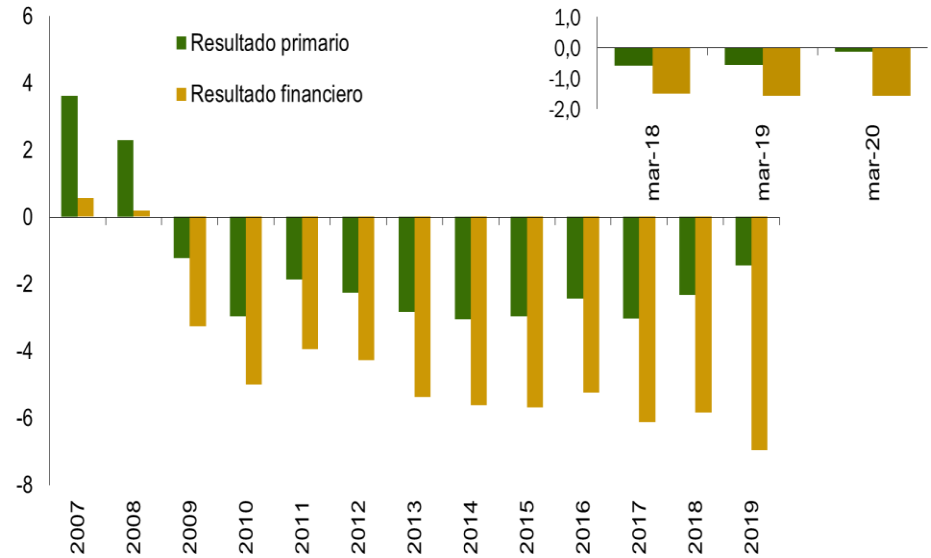
En lo referente a la deuda pública, en los primeros tres meses del 2020 el Gobierno Central se financió, principalmente, con el uso de fondos depositados en el Banco Central y la colocación neta de títulos de deuda interna en el sistema financiero. Consecuente con dicho comportamiento, el saldo de la deuda del Gobierno Central y del Sector Público Global, como proporción del PIB, aumentó 4,4 p.p. y 3,2 p.p. respectivamente, con respecto a marzo del 2019, alcanzando 59,9% y 76,6% del PIB[34].

[33] En las transferencias corrientes destacó la disminución de los recursos a Fodesaf y a la CCSS, por concepto del régimen no contributivo y de seguridad social. En el caso de los gastos de capital sobresalió la caída de las transferencias al sector público con recursos externo, por el fideicomiso para el Programa de infraestructura de transporte y transferencias al Conavi (proyecto de la ruta nacional N° 32).

[34] Se utiliza como referencia el PIB anual estimado para cada mes, con base en el crecimiento anual del PIB nominal contemplado en las nuevas proyecciones de producción 2020-2021, presentadas en la sesión de Junta Directiva No. 5930-2020, celebrada el 20 de abril de 2020.

Gráfico 20. Resultado del Gobierno Central

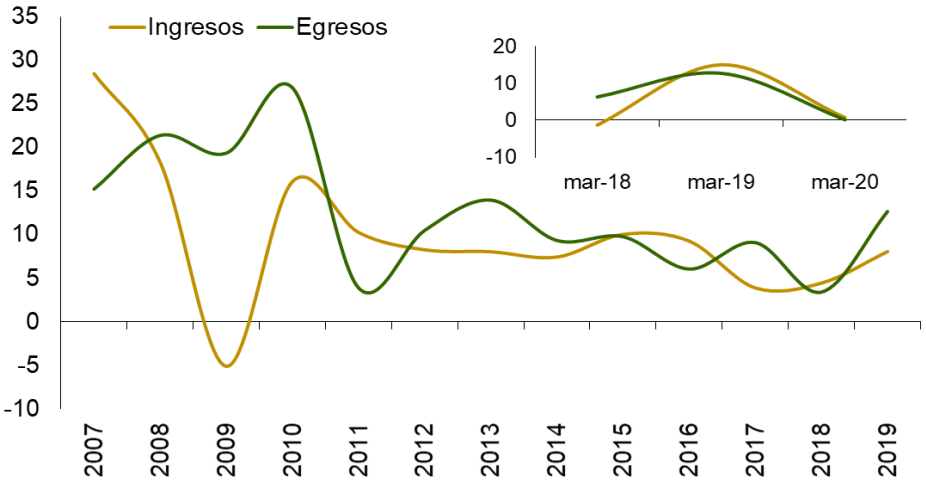
Porcentaje del PIB



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

Gráfico 21. Gobierno Central: ingresos y gastos

Variación interanual en porcentajes



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

Capítulo 4. Inflación

En el transcurso del primer trimestre del 2020, la inflación general se mantuvo por debajo del rango meta de inflación (2% a 4%) establecido por la Junta Directiva del Banco Central. El promedio de los indicadores de la inflación subyacente mostró un comportamiento similar.

Lo anterior evidencia la persistencia de presiones desinflacionarias en la economía, asociadas en particular a una brecha de producto negativa y a una alta tasa de desempleo, así como al menor impacto del componente importado, debido a la reducción en el precio de materias primas importadas, en especial del petróleo.

Comportamiento de los determinantes de la inflación

Al igual que en el 2019, durante el primer trimestre del 2020 la evolución de los determinantes macroeconómicos de la inflación (agregados monetarios y crediticios, brecha del producto y expectativas inflacionarias) sugieren la persistencia de presiones desinflacionarias en la economía.

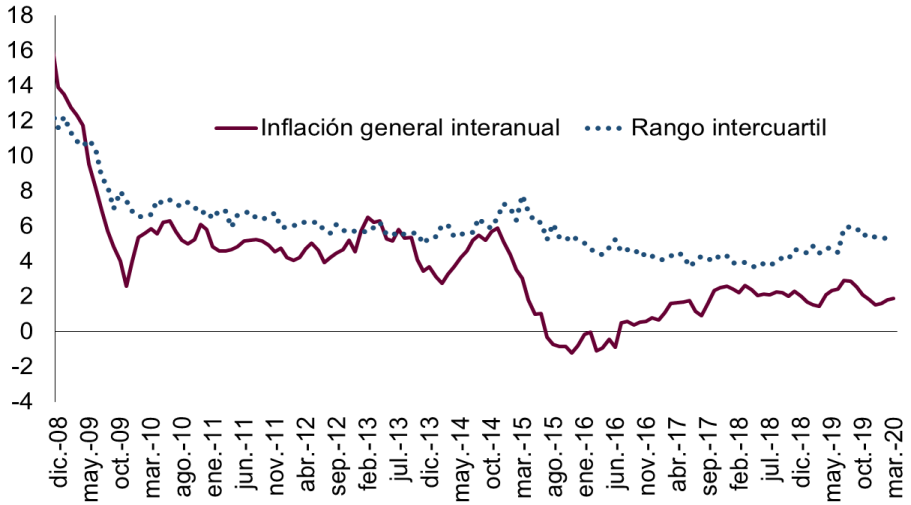
En particular, el crédito al sector privado continúa desacelerado, congruente con el moderado ritmo de actividad económica, la rigidez a la baja de las tasas activas y expectativas de los agentes económicos aún en terreno pesimista, tal como se comentó en el capítulo previo. Por otra parte, la brecha del producto es negativa (nivel de producción por debajo del potencial estimado para la economía costarricense, cuya tasa se estima en 3,5% para el largo plazo), y la tasa de desempleo es superior a aquella de largo plazo en que se estabilizaría la inflación, todo lo cual añade presiones desinflacionarias. Finalmente, las expectativas de inflación a 12 meses se mantienen contenidas en torno al valor meta de inflación de largo plazo, con una mediana en 3% desde octubre del 2019 (valor medio de 3,2% en igual lapso).

De la convergencia de las expectativas inflacionarias a 12 meses al valor medio del rango meta (3%) se infiere que el público otorga credibilidad al compromiso del Banco Central con una inflación baja y estable. En la ganancia de credibilidad ha influido el restablecimiento de la confianza y la calma en los mercados financieros y cambiarios internos desde la aprobación de la Ley 9635 en diciembre del 2018, así como la reiterada comunicación del objetivo primario de la política monetaria por parte del Banco Central.

La ausencia generalizada de presiones inflacionarias se corrobora con el comportamiento del rango intercuartil, que es una medida de dispersión[35] (Gráfico 22). En el periodo diciembre del 2008 - marzo del 2020 ese indicador capturó episodios de aceleración y desaceleración de la inflación general. La relación entre estas dos variables (Gráfico 23) señala que, en general, niveles de inflación altos se asocian con una dispersión igualmente elevada.

Gráfico 22. Inflación general y rango intercuartil

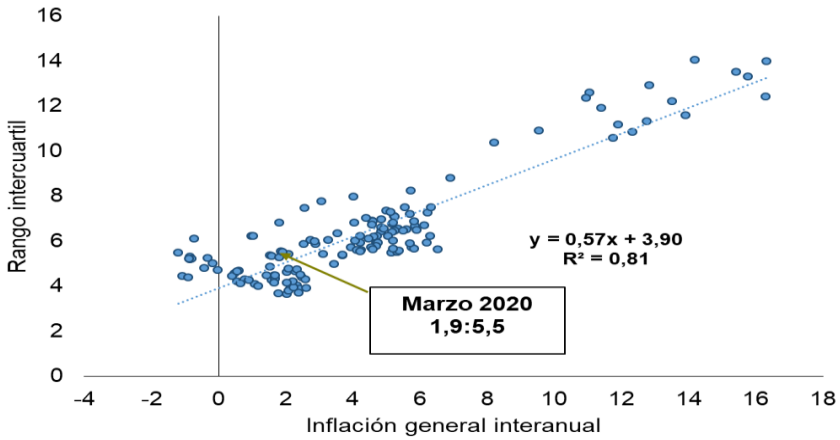
Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 23. Relación entre la inflación general interanual y el rango intercuartil

Febrero 2008-marzo 2020



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

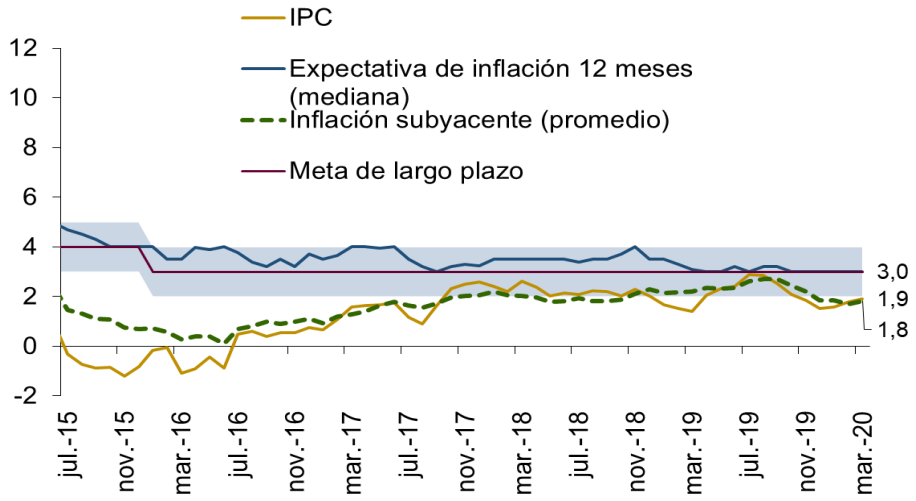
[35] El rango intercuartil se calcula como la diferencia entre el percentil 75 y el percentil 25. En este ejercicio los percentiles se extraen de la tasa de variación de los componentes individuales del IPC.

Inflación general

Tal como se anticipó en el Informe de Inflación de diciembre del 2019 y en el Programa Macroeconómico 2020-2021 de enero pasado, durante el primer trimestre del 2020 la inflación general[36] se ubicó en torno al límite inferior del rango de tolerancia fijado por la Junta Directiva del Banco Central (2% a 4%). Este comportamiento es coherente con la persistencia de fuerzas desinflacionarias, comentadas en la sección previa, y con choques de oferta de origen externo (precios a la baja en materias primas, particularmente en petróleo, ante la propagación del COVID-19). El promedio de la inflación general en ese periodo fue de 1,8% y en marzo alcanzó 1,9% (Gráfico 24).

Gráfico 24. Inflación general, subyacente, expectativas y meta

Variación interanual, en porcentajes



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

Al desagregar el IPC por componente regulado y no regulado (Gráfico 25), se observa un comportamiento muy diferente durante los primeros tres meses del año en curso. Mientras que la inflación de los bienes y servicios regulados registró una aceleración con respecto al último trimestre del 2019 y se ubicó muy por encima del IPC (3,5% en marzo), la de los no regulados se mantuvo por debajo de la mostrada por el indicador general (1,6% en marzo). Esto último confirma la presencia de las presiones desinflacionarias en la economía ya mencionadas.

La aceleración de la inflación de los bienes y servicios regulados a marzo con respecto a diciembre del 2019 (1,5 p.p.) se explica en mayor medida por los ajustes al alza en el servicio de agua (13,4% mensual en enero), de los combustibles para vehículo (2,1% mensual en febrero) y del servicio de taxi

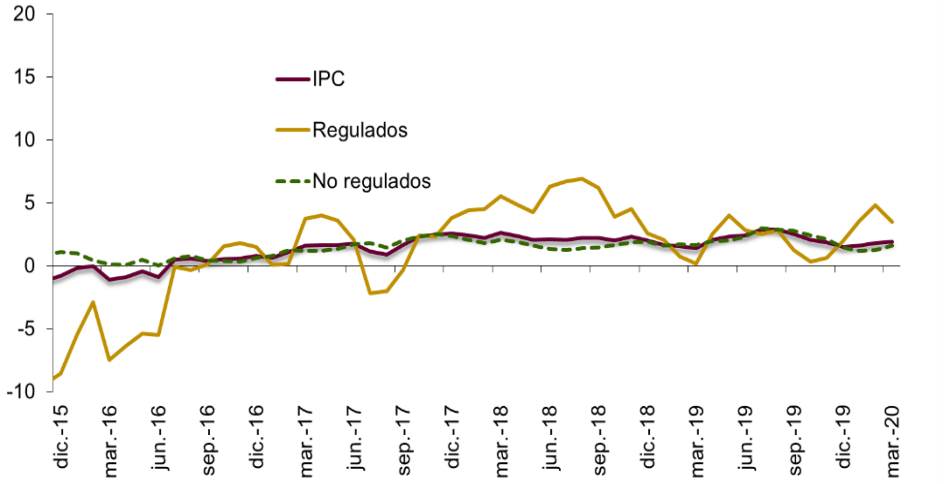
[36] Medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor.

(1,3% mensual en marzo). Estos ajustes fueron parcialmente atenuados por la reducción mensual en la tarifa del servicio de electricidad de 3% en enero.

De lo anterior se infiere que el incremento de la inflación general en los tres primeros meses del 2020 (en tono a 0,4 p.p. con respecto a diciembre de 2019) obedeció a factores idiosincráticos (ajustes aprobados por la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos) o de oferta por choques en los precios internacionales de las materias primas importadas.

Gráfico 25. IPC, componente regulado y no regulado

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

En cuanto a las materias primas importadas, hay evidencia de la alta volatilidad de sus precios, en especial de los derivados del petróleo. El cóctel de hidrocarburos[37] constituye una materia prima fundamental para la economía costarricense y tiene un impacto directo sobre el precio del combustible para vehículo (gasolinas y diésel) incluido en la canasta del IPC, e indirecto sobre el precio y tarifas de otros componentes de esa canasta, entre ellos transporte terrestre (autobús y taxi) y servicio de electricidad[38].

La transmisión de las variaciones en el precio internacional del cóctel de hidrocarburos hacia los combustibles locales se realiza con un rezago de aproximadamente un mes debido a la metodología establecida para la fijación

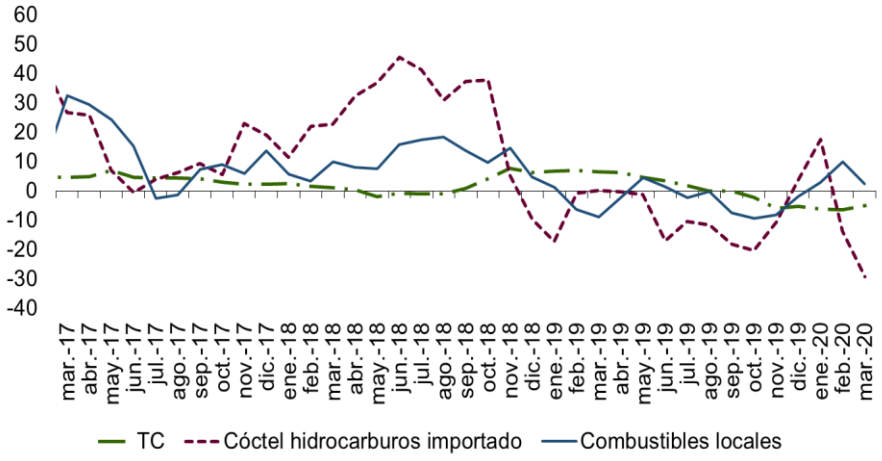
[37] El cóctel de hidrocarburos se refiere al producto terminado importado por la Refinadora Costarricense de Petróleo (Recope).

[38] En el caso del servicio de electricidad, este efecto obedece a la aplicación trimestral de la metodología que reconoce el costo en que incurren los proveedores de servicios de electricidad al generar electricidad con diésel y búnker, el cual es denominado “costo variable por combustible”.

de los precios internos de los combustibles[39]. En esta transmisión influye la evolución del tipo de cambio del dólar, el cual disminuyó en el primer trimestre del 2020[40], por lo cual el comportamiento de esta variable redujo el impacto del componente importado de la inflación local (Gráfico 26).

Gráfico 26. Tipo de cambio y precios del cóctel de hidrocarburos importados y de los combustibles locales

Variación interanual, en porcentajes



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

Entre enero y marzo del 2020 los combustibles para vehículo presentaron una variación interanual media en torno a 5% (9,9% en febrero) desde -1,7% en diciembre del 2019 (Cuadro 7). Por otra parte, el servicio de agua mostró un crecimiento interanual medio de 15% en igual periodo, superior en 5 p.p. con respecto a diciembre pasado. Por último, la aceleración en los precios de los bienes agrícolas (hortalizas, leguminosas y tubérculos) en febrero y marzo explican en mayor medida el moderado repunte del componente no regulado del IPC.

.

[39] Con base en la "Metodología tarifaria ordinaria y extraordinaria para fijar el precio de los combustibles derivados de los hidrocarburos en planteles de distribución y al consumidor", el segundo viernes de cada mes, Recope solicita el ajuste respectivo para el mes siguiente ante la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos. La fórmula de ajuste extraordinaria actualiza entre otras variables los precios internacionales de los combustibles y el tipo de cambio. Cada dos meses se actualiza el valor de la diferencia de precios (rezago tarifario) y cada tres, el impuesto único sobre los combustibles.

[40] A manera de referencia, el promedio mensual del tipo de cambio en Monex mostró una variación interanual de -5,9% en el primer trimestre del 2020.

Cuadro 7. IPC: componente regulado y no regulado
Variación interanual en porcentajes

	2019	2020			
	Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Ponderación en la canasta marzo 2019
IPC total	**1,5**	**1,6**	**1,8**	**1,9**	**100,0**
Regulados total	**2,0**	**3,5**	**4,8**	**3,5**	**16,0**
de los cuales:					
Servicio de electricidad	7,4	7,7	7,7	7,7	2,4
Pasaje de autobús	5,9	6,3	5,6	5,3	2,5
Servicio de agua	10,1	15,4	15,0	14,6	1,5
Transporte en taxi	-2,1	-2,1	-1,9	2,0	0,8
Combustibles para vehículo	-1,7	2,8	9,9	2,4	3,0
No regulados total	**1,4**	**1,2**	**1,2**	**1,6**	**84,0**
de los cuales:					
Educación formal	4,8	5,1	4,6	4,6	6,5
Hortalizas, leguminosas y tubérculo	4,6	-0,5	5,4	7,2	2,2
Huevos	-11,6	-13,0	-10,0	2,7	0,5

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Inflación subyacente

Al igual que la inflación general, en el primer trimestre del 2020 (Gráfico 27), el promedio de los indicadores de inflación subyacente[41] evidenciaron la persistencia de presiones desinflacionarias en la economía. La inflación subyacente en ese periodo se ubicó por debajo del rango meta, con una variación interanual promedio de 1,8%. Si bien esa tasa resultó igual a la de la inflación general para el mismo lapso, como era de esperar, mostró una menor variabilidad.

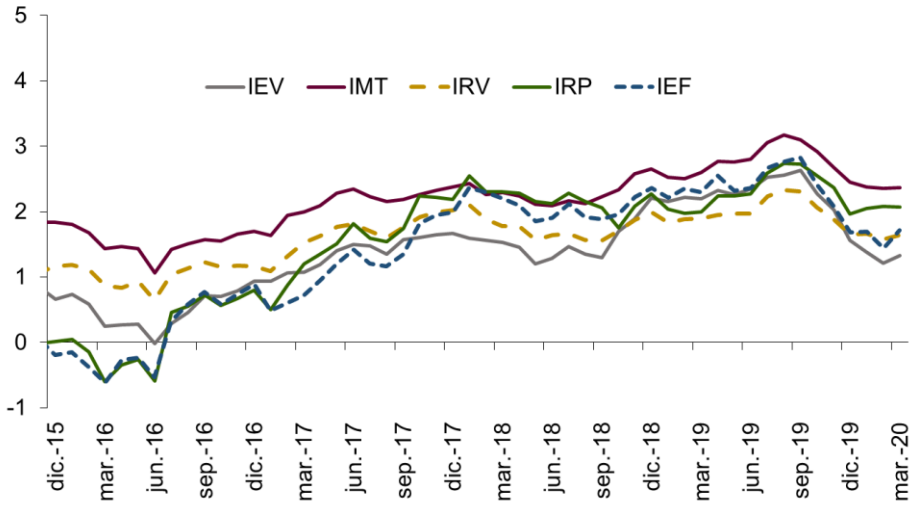
Cabe indicar que la brecha entre la inflación subyacente y la general observada en los últimos cuatro meses del 2019, desapareció en los primeros tres meses del año en curso. Esa brecha estuvo asociada con la caída en los precios de los combustibles para vehículo y la desaceleración en los precios de los bienes agrícolas, ambos incluidos en la canasta del IPC, pero excluidos en algunos de los indicadores de inflación subyacente debido a su alta volatilidad. Al revertirse esos comportamientos, la inflación general tendió a converger a la subyacente.

[41] Este indicador busca identificar las tendencias inflacionarias de mediano plazo y refleja las presiones de demanda agregada sobre los precios, sobre las cuales la política monetaria puede actuar. En su construcción, se atenúa o aísla la influencia de factores estacionales y climáticos. Se aproxima por el promedio simple de la variación interanual de los indicadores de exclusión fija por volatilidad (IEV), media truncada (IMT), reponderación por volatilidad (IRV), reponderación por persistencia (IRP) y exclusión fija de agrícolas y combustibles (IEF). Ver https://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos Indicadores de inflación subyacente, base junio 2015.

Los indicadores de inflación subyacente han mostrado, en general, una variación interanual promedio menor en los primeros tres meses del año en curso en comparación con el último trimestre del año pasado, lo que confirma lo ya comentado en relación con la presencia de fuerzas desinflacionarias en la economía.

Gráfico 27. Indicadores de inflación subyacente

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Inflación al productor de la manufactura

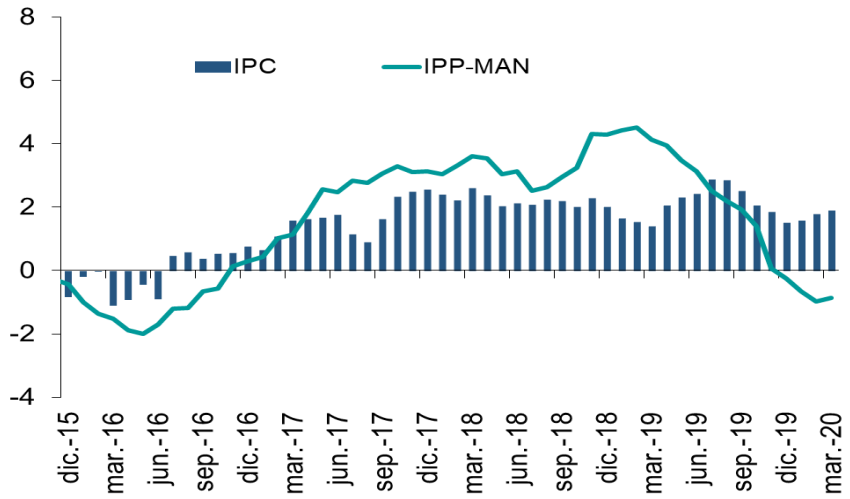
A partir de marzo del 2019, el Índice de precios al productor de la manufactura (IPP-MAN) ha presentado una desaceleración persistente, que acumuló 5 p.p. en los últimos 12 meses terminados en marzo del 2020, con una tasa interanual de -0,9% en ese mes (Gráfico 28).

En la evolución de la tasa interanual del IPP-MAN durante el primer trimestre del año en curso contribuyeron, en mayor medida, la caída en los precios de productos de papel, plástico, caucho y metálicos, debido por una parte, a la disminución del precio de materias primas importadas y por otra, a la reducción del tipo de cambio del dólar.

En línea con lo anterior, al desagregar el IPP-MAN según su componente alimenticio y no alimenticio (Gráfico 29), es claro que el componente no alimenticio es el que explica en mayor medida la fuerte desaceleración del IPP-MAN (aunque el componente alimenticio también muestra una tendencia a la baja). Así, desde agosto del año pasado el crecimiento interanual de los precios de los productos alimenticios superó al de los no alimenticios, situación no observada desde agosto del 2016.

Gráfico 28. Inflación general e inflación al productor de la manufactura

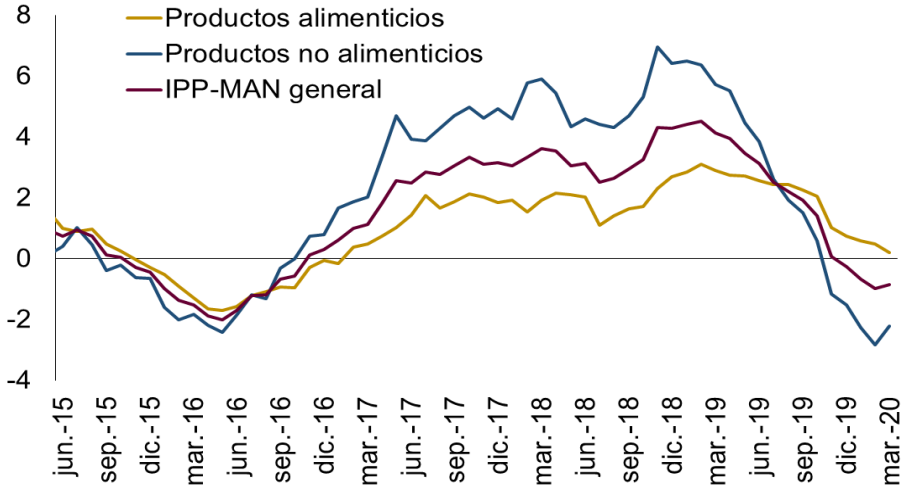
Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 29. IPP-MAN por producto

Variación interanual, en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En síntesis, el comportamiento de la inflación general y subyacente (promedio) en los primeros tres meses del 2020, evidencia la persistencia de presiones desinflacionarias en la economía, situación que ha ubicado sus tasas ligeramente por debajo del límite inferior del rango meta (2% a 4%).

Por su parte, la inflación al productor de la manufactura se desaceleró fuertemente a partir de marzo del 2019, con lo cual a partir de agosto de ese año se ubicó en valores inferiores al de la inflación general y la subyacente,

situación no observada desde abril de 2017 y que se asocia, en mayor medida, con el comportamiento a la baja en los precios de las materias primas importadas y la reducción en el tipo de cambio del dólar.

Capítulo 5. Condiciones financieras

La crisis sanitaria también afecta al sistema financiero. Por esa razón, la Junta Directiva del BCCR ha tomado medidas preventivas para garantizar la oportuna provisión de liquidez, en caso de ser necesario. A la fecha los intermediarios financieros disponen de una situación holgada de liquidez.

Además, el Conassif y la Sugef, en coordinación con el BCCR, anunciaron un conjunto de medidas orientadas a mejorar las condiciones de acceso al crédito, abordar oportuna y prudentemente los posibles problemas de atención de deuda y mitigar los efectos que podrían tener sobre los indicadores del sistema financiero (solvencia, liquidez, etc) las implicaciones negativas de las medidas de contención sanitaria sobre la actividad económica y el empleo.

En este contexto, en el primer trimestre del 2020 el crédito al sector privado continúa estancado, aunque los agregados monetarios muestran un crecimiento coherente con la meta de inflación, el crecimiento de la actividad económica y el grado de profundización financiera de la economía. Por su parte, el mercado cambiario ha mostrado un comportamiento estable en lo que va del presente año, sin eventos de tensión.

Liquidez de la economía y tasas de interés

La crisis sanitaria también afecta al sistema financiero. Es previsible que los intermediarios financieros enfrentarán menores recuperaciones de sus créditos, dadas las medidas tendientes a readecuar las condiciones de los créditos ya concedidos, al tiempo que podrían afrontar una mayor demanda de liquidez ante el retiro de ahorros de las familias y empresas cuyos ingresos han disminuido. Sin embargo, a la fecha el sistema financiero cuenta con recursos disponibles suficientes, particularmente en moneda nacional.

De hecho, la coyuntura actual tomó al sistema financiero con excesos de liquidez. Esto en parte debido a la reducción de 3 p.p. (de 15% a 12%) en la tasa de encaje mínimo legal y la reserva de liquidez en moneda nacional que aprobó el BCCR en junio del año pasado, y en parte por la participación activa del Banco Central en los mercados bursátiles (compra de títulos propios en el mercado secundario)[42].

[42] El Banco Central ha participado activamente en el mercado secundario de sus propios títulos (Bonos de Estabilización Monetaria) a lo largo de este año. En total en el primer

El propósito de la reducción del encaje mínimo legal y la reserva de liquidez era aumentar la disponibilidad de recursos prestables y reducir el costo de la captación en colones y, de esta forma, contribuir con el proceso de reactivación de la actividad económica[43]. Sin embargo, debido en parte a la baja demanda de crédito por parte de los agentes económicos durante el 2019 y lo que transcurre del 2020, los fondos liberados por esta medida (alrededor de ¢300 mil millones por encaje y ¢95 mil millones por reserva de liquidez) no fueron canalizados al crédito y se mantienen colocados, mayoritariamente, en instrumentos financieros del BCCR.

Específicamente, dichos recursos se han mantenido depositados en el MIL, por lo cual el saldo de activos líquidos en este mercado ha ido en aumento. Al pasado 24 de abril, ese saldo ascendió a ¢700 mil millones.

Además, la modificación a las disposiciones relativas al control quincenal del encaje, aprobada en marzo del año en curso, que permite a las entidades financieras mantener cada día al menos un 90% del encaje requerido en lugar del 97,5% que regía antes, si bien no modifica el saldo medio que las entidades deben mantener durante cada quincena, les da mayor flexibilidad en la administración de su liquidez (tanto en colones como en dólares) a lo largo de dicho período.

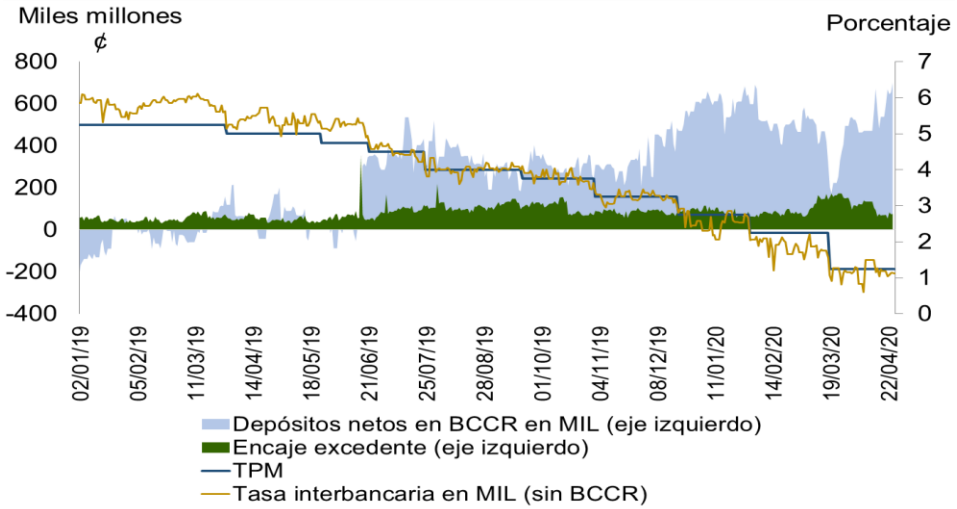
Dado que en estos momentos, el sistema financiero cuenta con suficiente liquidez, el BCCR ha mantenido una posición deudora en el MIL, lo cual significa que ha sido receptor de depósitos en lugar de ser proveedor de crédito (Gráfico 30).

cuatrimestre hizo operaciones de este tipo por un total de ¢91.537 millones (en valor facial), concentradas en su mayoría en abril.

[43] Esta medida se tomó en un contexto de presiones desinflacionarias, por lo cual no comprometió el logro de la meta de inflación, principal objetivo del Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 30. Depósitos netos en BCCR en el MIL, TPM y tasa interbancaria en el MIL[1]

En miles de millones de colones



[1]Las cifras de abril del 2020 están al día 24.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Pese a que el sistema financiero mantiene una posición holgada de liquidez, en forma preventiva el BCCR aprobó varias medidas para garantizar la oportuna provisión de liquidez, en caso de ser necesario. Además, el Conassif y la Sugef anunciaron un conjunto de medidas necesarias, desde un punto de vista prudencial, con el objetivo de mejorar las condiciones de acceso al crédito, abordar oportuna y prudentemente los posibles problemas de atención de deudas, mitigar el efecto económico, reducir los impactos sobre el desempleo y velar por la estabilidad financiera ante la situación de emergencia nacional provocada por la propagación del COVID-19 (Recuadro 3).

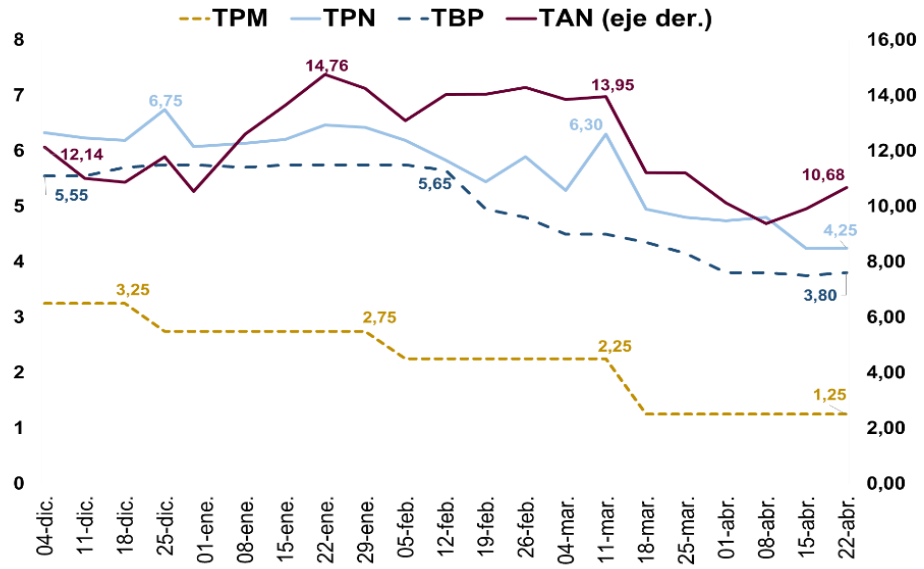
Una de las primeras medidas que tomó en Banco Central, relacionada con la emergencia sanitaria y económica originada por el COVID-19, fue reducir en 100 p.b., a partir del 17 de marzo de 2020, la tasa de política monetaria (TPM), que es una referencia para la tasa de interés que cobra el Banco Central en los créditos que otorga en el MIL. Esta medida significó, por tanto, una reducción del costo de la liquidez que provee el BCCR a las entidades financieras que participan en dicho mercado.

Esta reducción de la TPM complementa otras disminuciones de este indicador aprobadas por el BCCR en el 2019 y en enero del presente año. La transmisión de estos ajustes de la TPM al resto de tasas de interés del sistema financiero continúa de manera gradual, diferenciada e incompleta. En lo que transcurre del 2020, las tasas pasivas negociadas en colones evidencian un mayor grado de transmisión de las reducciones en la TPM. La Tasa Básica Pasiva (TBP) bajó de 5,75% en diciembre pasado a 3,9% a partir

del 30 de abril del 2020, reducción concentrada en las últimas semanas. En el caso de las tasas activas negociadas se observaron reducciones en gran parte de las actividades, a partir de marzo (Gráfico 31).

Gráfico 31. TPM y tasas de interés del sistema financiero nacional

En porcentajes



TAN: tasa activa negociada, TPN: tasa pasiva negociada, TBP: Tasa Básica Pasiva.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Recuadro 3. Política monetaria, cambiaria y financiera en el primer cuatrimestre del 2020

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica acordó, en el artículo 9 del acta de la sesión 5914-2020 del 29 de enero del 2020, que a partir de este año se realizarán ocho reuniones de política monetaria al año, con un intervalo aproximado de seis semanas entre cada reunión[44]. Conforme al calendario aprobado para el 2020, las tres primeras reuniones fueron el 29 de enero, el. 16 de marzo y el 29 de abril, y las restantes están programadas para el 17 de junio, el 22 de julio, el 16 de setiembre, el 28 de octubre y el 16 de diciembre. No obstante, lo anterior ante la emergencia sanitaria del COVID-19, la Junta Directiva realizó otras reuniones, fuera del calendario aprobado, para discutir medidas necesarias para garantizar la estabilidad del sistema financiero costarricense.

Este recuadro presenta un resumen de las medidas de política monetaria, cambiaria y financiera aprobadas por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en dichas reuniones. Además, detalla algunas acciones tomadas por el Conassif y la Sugef orientadas a ese mismo fin.

Reunión del 29 de enero

En esta reunión, la Junta Directiva acordó reducir la TPM en 50 p.b., para ubicarla en 2,25% a partir del 30 de enero del año en curso (artículo 11 del acta de la sesión 5914-2020), con lo cual continuó el ciclo de relajamiento de la política monetaria iniciado en marzo del 2019. La decisión se sustentó en que las proyecciones macroeconómicas señalaban la persistencia de riesgos a la baja en la inflación, asociados principalmente a una brecha del producto negativa y un desempleo superior a la tasa en que se estabilizaría la inflación. Además, las expectativas de inflación se mantenían estables alrededor de la meta inflacionaria (3±1 punto porcentual).

Además, en el artículo 10 de la sesión mencionada, se acordó introducir un corredor asimétrico alrededor de la TPM, de forma tal que la tasa de interés para la facilidad de depósito se ubicara 150 p.b. por debajo de la TPM y la de la facilidad de crédito 50 p.b. por encima de este parámetro. Esta medida buscó aumentar el costo de oportunidad para los intermediarios financieros superavitarios de mantener recursos en instrumentos de depósito y reducir el costo de obtener fondos para las unidades deficitarias[45]. Además, la medida pretendía promover la participación entre intermediarios financieros en el MIL, para dar relevancia a la tasa de interés interbancaria de este mercado como meta operativa de la política monetaria. Como complemento se introdujeron cambios en la operativa del MIL (por ejemplo, en los horarios de la subasta).

---

[44] No obstante, la Junta Directiva del BCCR podrá modificar la TPM fuera de calendario si las circunstancias lo ameritan.

[45] Esta decisión se tomó en un contexto caracterizado por la existencia de un excedente de liquidez, asociado a la reducción de 3 p.p. del encaje mínimo legal y la reserva de liquidez para las operaciones en moneda nacional a partir del 16 junio del 2019.

Reunión del 16 de marzo

La segunda reunión de política monetaria se realizó en un contexto de: i) propagación internacional del COVID-19 y su impacto, por diversos canales, sobre la actividad económica mundial, ii) caída significativa de los precios del petróleo, iii) reducción de tasas de política monetaria por parte de varios los bancos centrales de economías avanzadas (muy significativamente en el caso de los EUA). Considerando lo anterior así como el alto grado de integración comercial y financiera de la economía costarricense con la internacional y el carácter prospectivo de la política monetaria, la Junta Directiva redujo la TPM en 100 p.b., para ubicarla en 1,25% anual, a partir del 17 de marzo del 2020 (artículo 8 de la sesión 5921-2020).

Consecuente con la reducción de 100 p.b. de la TPM, la Junta Directiva modificó las tasas de interés para las facilidades permanentes en el MIL, de la siguiente manera: facilidad de crédito = 200 p.b., es decir equivalente a la TPM + 75 p.b. Facilidad de depósito = 1 p.b., es decir equivalente a la TPM – 124 p.b. Con ello el corredor de tasas de interés para operaciones en el MIL se ubicó en 199 p.b. a partir del 17 de marzo del 2020.

Reunión del 20 de marzo

Dado que las tensiones de los mercados financieros internacionales afectaron el mercado de valores costarricense, el BCCR estimó prudente anticiparse a un empeoramiento en las condiciones de liquidez y tomar medidas para, en caso de requerirse, proveer fondos adicionales en los distintos mercados de liquidez en dólares, así como flexibilizar la gestión de liquidez de muy corto plazo a las entidades financieras en las distintas monedas. En razón de lo anterior, la Junta Directiva[46] dispuso lo siguiente:

i). Facultar a la Administración del Banco para que participe en recompras tripartitas denominadas en dólares y ejecutadas en los sistemas que para ello provea la Bolsa Nacional de Valores S.A. y en el MIL en dólares. Las recompras deberán ser garantizadas con instrumentos estandarizados de oferta pública emitidos por el Ministerio de Hacienda o por el Banco Central de Costa Rica. Ambos tipos de inversiones (recompras y MIL en dólares) deberán sustentarse en incrementos abruptos en esos mercados que, a juicio de la Comisión de Ejecución de la Política Financiera, puedan causar una alta volatilidad en variables como tasas de interés y tipo de cambio, lo que a su vez podría generar una interrupción del normal funcionamiento del sistema financiero nacional.

ii). Modificar las disposiciones relativas al control quincenal del encaje, de tal forma que a partir del 1 de abril las entidades financieras puedan mantener cada día al menos un 90% del encaje requerido en vez del 97,5% vigente con anterioridad.

[46] Artículo 5 del acta de la sesión 5923-2020, celebrada el 20 de marzo del 2020.

Reunión del 13 de abril

En esta reunión, la Junta Directiva del BCCR autorizó a la Administración a comprar, mediante los mecanismos usuales en el mercado secundario de valores, títulos emitidos por el Ministerio de Hacienda hasta por 250.000 millones de colones[47]. Estos títulos han de cumplir con características previamente indicadas por la Junta Directiva, como moneda, clase de instrumento, fecha de emisión y plazo.

Con ello busca disponer de herramientas que le permitan actuar ante tensiones temporales de liquidez en el mercado bursátil, que puedan generar un ajuste desordenado en el valor de los activos financieros y afectar negativamente el funcionamiento del sistema de pagos, la transmisión de la política monetaria y poner en riesgo la estabilidad del sistema financiero.

La facultad para que el Banco Central adquiera de terceros títulos valores emitidos por el Ministerio de Hacienda en el mercado secundario se estableció en la reforma al artículo 52, inciso c) de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.

Reunión del 15 de abril

En línea con el objetivo de atenuar las consecuencias de la crisis internacional causada por la propagación del COVID-19, la Junta Directiva acordó modificar el literal B, numeral 4, Título IV de las Regulaciones de Política Monetaria, con el objetivo de incluir a las entidades supervisadas y reguladas por la Superintendencia de Pensiones (Supen) en la formalización de créditos mediante Operaciones Diferidas de Liquidez[48].

Reunión del 29 de abril

En la tercera reunión de política monetaria, la Junta Directiva del BCCR dispuso mantener el nivel de la TPM en 1,25% anual[49]. Además, la Junta Directiva acordó que el Banco Central continúe proveyendo liquidez a los mercados financieros, para asegurar un flujo adecuado de recursos al sistema financiero, a los hogares y a las empresas.

Ambas decisiones tuvieron como base el análisis de la información más reciente disponible y el seguimiento continuo a la evolución de los diferentes indicadores económicos. En particular, se consideró lo siguiente: i) es prudente dar espacio para que continúe el proceso de transmisión de la reducción gradual acumulada de 400 puntos base de la TPM (entre el 27 de marzo del 2019 y 16 de marzo del 2020) al resto de tasas de interés del sistema financiero, ii) si bien la crisis sanitaria provocada por el COVID-19 tiene efectos económicos sobre la oferta y la demanda agregada, la política monetaria no puede solventar todos esos efectos económicos y iii) en un entorno de persistentes presiones desinflacionarias desde el 2019 y sin contravenir el compromiso firme del Banco Central con una inflación baja y estable, la flexibilización de los mecanismos para la provisión adecuada de liquidez a los

[47] Artículo 6 del acta de la sesión 5928-2020 del 13 de abril de 2020.
[48] Artículo 8, del acta de la sesión 5929-2020, celebrada el 15 de abril de 2020.
[49] Artículo 12 del acta de la sesión 5932-2020 del 29 de abril del 2020.

distintos mercados es la forma de ayudar a hacer frente a los choques económicos generados por el COVID-19.

Decisiones del Conassif y la Sugef relativas a la crisis sanitaria

Aunadas a las medidas del Banco Central, el 16 de marzo del año en curso, el Conassif y la Sugef anunciaron un conjunto de medidas necesarias, desde un punto de vista prudencial, para mejorar las condiciones de acceso al crédito, abordar oportuna y prudentemente los posibles problemas de atención de deudas, mitigar el efecto económico, reducir los impactos sobre el desempleo y velar por la estabilidad financiera ante la situación de emergencia nacional provocada por la propagación del COVID-19. Entre esas medidas destacan:

i) Permitir que los análisis de seguimiento de la capacidad de pago del deudor para créditos ya otorgados se efectúen bajo escenarios sin tensión financiera.

ii) Para asegurar el otorgamiento de prórrogas, readecuaciones o refinanciamientos, los intermediarios podrán exceptuar la presentación de información usualmente requerida para efectos de análisis de capacidad de pago del deudor y preservar el nivel de capacidad de pago que el cliente poseía previo a la solicitud de la modificación en las condiciones del crédito.

iii) Permitir el establecimiento de periodos de gracia, sin el pago de intereses ni principal, a criterio de cada intermediario.

iv) Ampliar al 30 de junio del 2021, la disposición para renegociar hasta dos veces en un periodo de 24 meses las condiciones pactadas de los créditos, sin afectar la calificación de riesgo del deudor en el Centro de Información Crediticia (CIC). Esta medida se amplió para abarcar los créditos de más de 100 millones de colones, por cuanto, anteriormente aplicaba solo a las deudas menores a dicho monto.

Mercado cambiario

En el primer cuatrimestre del 2020, el mercado privado de cambios continuó siendo superavitario, a pesar de los efectos de la crisis sanitaria del COVID-19. No obstante, en los próximos meses es previsible una reducción en ese superávit, debido, por un lado, al menor ingreso de divisas resultante de la paralización de actividades generadoras de divisas, como el turismo, efecto que podría ser en parte compensado por la reducción en el precio internacional de algunas materias primas, en especial los hidrocarburos. Por otro lado, la incertidumbre por las implicaciones de esta crisis podría llevar a que algunos agentes económicos traten de refugiarse en la moneda extranjera.

La disponibilidad neta de divisas mermó en algunos días de la segunda quincena de marzo y entre el 17 y el 23 de abril del 2020. Sin embargo, en todo el primer cuatrimestre, las operaciones de los intermediarios cambiarios con el público (ventanillas[50]) registraron un superávit de *USD* 992,1 millones (al 23 de abril), considerablemente superior al observado en igual lapso del año pasado (*USD* 355,8 millones, Gráfico 32). Ese mayor superávit se asocia con la menor demanda de divisas para el pago de importaciones, propiciada por la desaceleración de la actividad económica.

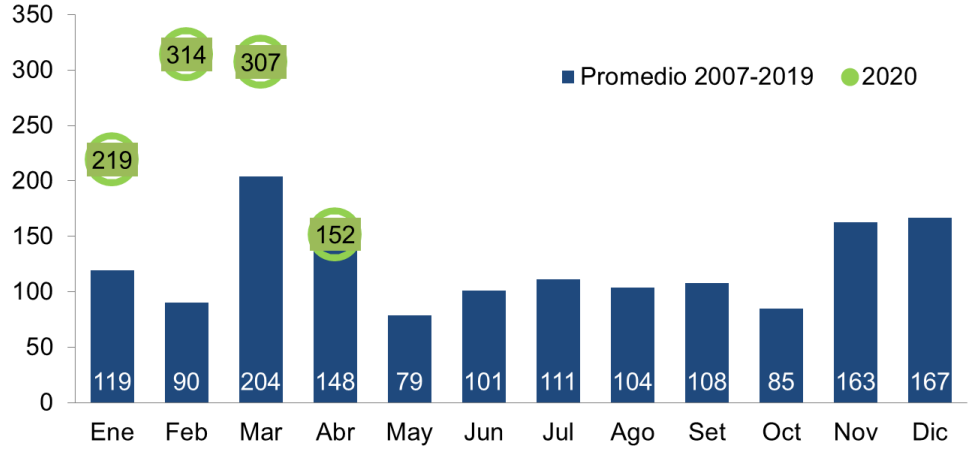
El excedente registrado en el mercado cambiario permitió al BCCR atender los requerimientos de divisas del sector público no bancario (SPNB) contemporáneos y anticipar parte de los requerimientos futuros, así como retomar el programa de compra de divisas autorizado por la Junta Directiva en noviembre pasado. En el primer cuatrimestre del 2020, el tipo de cambio promedio ponderado en Monex fue de 571,5 colones por dólar, valor inferior al registrado en el segundo semestre del año pasado (Gráfico 33).

En el primer cuatrimestre del 2020, el BCCR efectuó compras netas en Monex por *USD* 781,9 millones destinadas a atender los requerimientos del SPNB. Este requerimiento es superior al registrado en igual lapso del año pasado (*USD* 415,4 millones).

[50] Las operaciones en ventanilla son aquellas realizadas por el público con los intermediarios cambiarios.

Gráfico 32. Resultado de las operaciones cambiarias netas en ventanilla

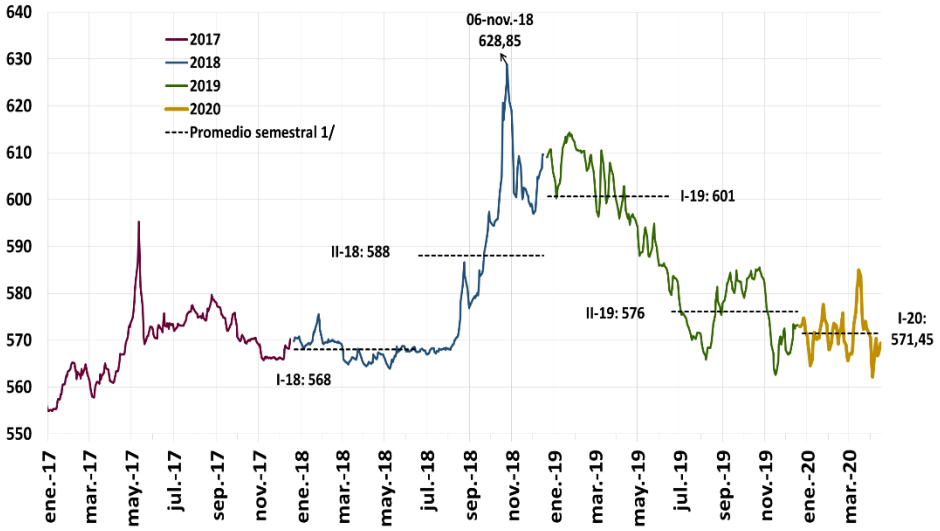
Millones de dólares



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 33. Tipo de cambio promedio ponderado de Monex[1]

Colones por dólar



[1] Las cifras de abril del 2020 están al día 28.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

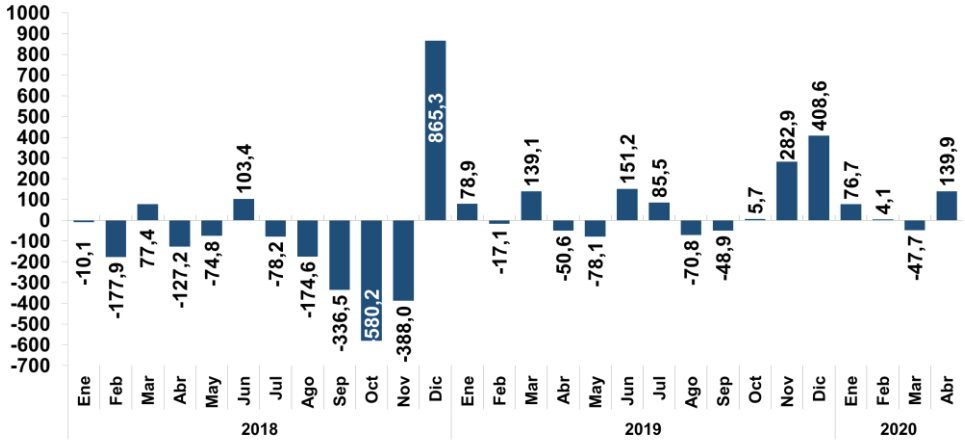
El comportamiento estable del mercado cambiario en el primer cuatrimestre del 2020 hizo que la participación del BCCR en dicho mercado por estabilización fuera relativamente baja (venta neta de *USD* 6,8 millones). No obstante, como parte del programa de compra de divisas hasta por *USD* 1.000 millones, aprobado por la Junta Directiva en noviembre del año

pasado[51], el Banco realizó compras en el Monex por *USD* 56,7 millones. La participación del BCCR en Monex se resume en el Gráfico 34.

El comportamiento antes mencionado del mercado cambiario llevó a que el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) del Banco Central se ubicara en *USD* 8.501,3 millones a finales de abril del 2020 (al día 28), cifra equivalente a 13,8% del PIB anual estimado para el 2020.

Gráfico 34. Participación del BCCR en Monex[1]

Millones de dólares



[1] Incluye la participación del BCCR en Monex: por estabilización, compras directas al SPNB, compras en Monex para el SPNB y por el programa de acumulación de reservas. .
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Crédito al sector privado y agregados monetarios

Como se comentó previamente, la emergencia sanitaria global por el COVID-19 ha provocado que los países tomen medidas de contención y aislamiento, que si bien son necesarias para evitar la propagación de esta pandemia, tienen efectos perjudiciales para la actividad económica.

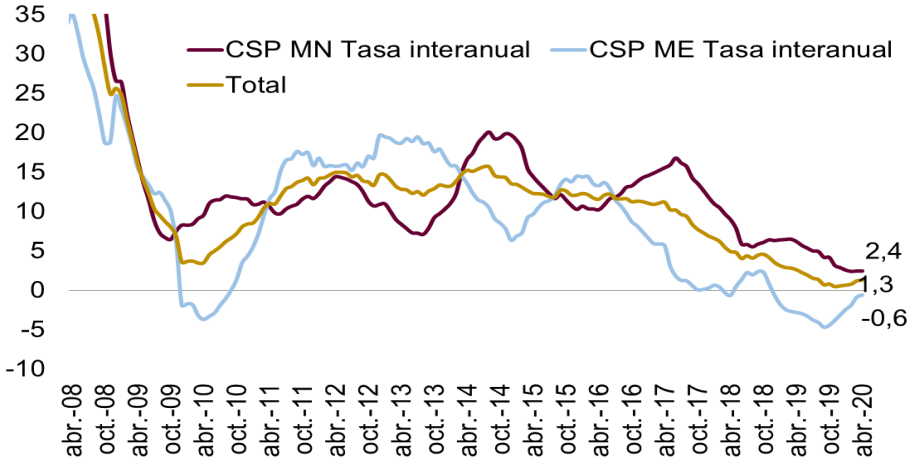
Para evitar que empresas y hogares entren en dificultades con sus obligaciones financieras, reducir los impactos sobre el desempleo y mejorar las condiciones de acceso al crédito, el BCCR mantuvo en el primer cuatrimestre del 2020 el ciclo de relajamiento de la política monetaria iniciado en marzo del 2019 y, además, coordinó con el Conassif y la Sugef la adopción de medidas para facilitar la readecuación de préstamos por parte de los intermediarios, tal como se indicó en el Recuadro 3.

[51] Artículo 7, del acta de sesión 5905-2019, celebrada el 26 de noviembre de 2019.

En este contexto, en los primeros meses del 2020 el crédito al sector privado continuó desacelerado. Al 3 de abril de este año, dicho agregado registró una variación interanual de 1,3% (2,8% un año antes). Las operaciones en moneda nacional aumentaron en ese lapso 2,4%, mientras que en moneda extranjera disminuyeron 0,6% (Gráfico 35).

Gráfico 35. Crédito al sector privado otorgado por las otras sociedades de depósito (OSD), por tipo de moneda[1]

Variación interanual en porcentajes



1 Cifras sin efecto cambiario. Información de OSD bancarias al 03/04/2020 y de las OSD no bancarias a febrero del 2020.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El escaso dinamismo del crédito al sector privado responde, entre otros, a la desaceleración de la actividad económica, las perspectivas pesimistas de los agentes económicos, la rigidez a la baja en las tasas de interés activas y la incertidumbre sobre la profundidad y duración de la crisis sanitaria.

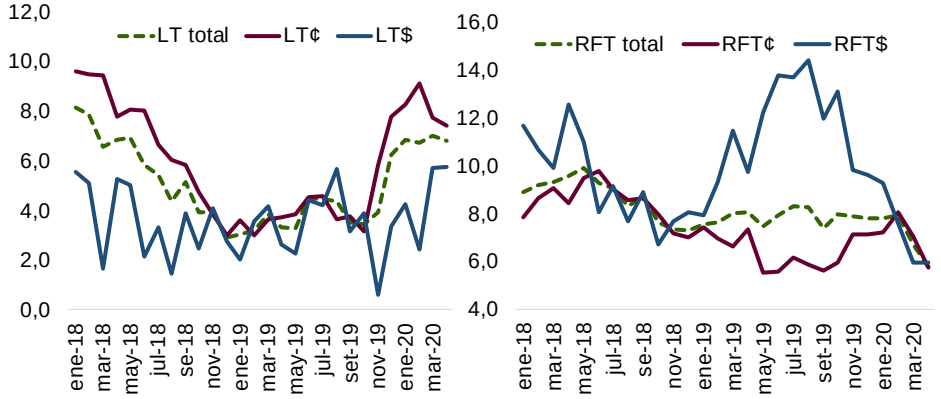
Por actividad económica, el crédito a las actividades de servicios muestra un crecimiento moderado, en tanto el financiamiento al comercio presenta una contracción de varios meses. Por su parte, el crédito para vivienda y consumo registró tasas positivas, pero menores en comparación con el año anterior. Estas cuatro actividades concentran el 85% del crédito al sector privado. Cabe señalar que el financiamiento al turismo, quizás la actividad más afectada por las medidas de contención aplicadas por las autoridades sanitarias, si bien tiene una participación pequeña en el crédito total, pasó de registrar tasas interanuales del 12% a finales del 2019 a no crecer en el primer trimestre del 2020.

En lo que respecta a los agregados monetarios, la liquidez total y la riqueza financiera total crecieron 6,8% y 5,8%, respectivamente en el primer cuatrimestre del 2020 (3,3% y 8,0% en abril del 2019, en igual orden, Gráfico

36). Este crecimiento es congruente con la meta de inflación, el crecimiento de la actividad económica y la profundización financiera

Gráfico 36. Agregados monetarios amplios

Variación interanual en porcentajes



LT: liquidez total, RFT: riqueza financiera total.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Por su parte, los agregados monetarios restringidos mostraron tasas interanuales superiores a las registradas un año antes y al crecimiento estimado para la actividad económica. En particular, el medio circulante y el medio circulante amplio crecieron a tasas interanuales de 33,1% y 20,1%, respectivamente (5,8% y 4,9% en marzo del 2019).

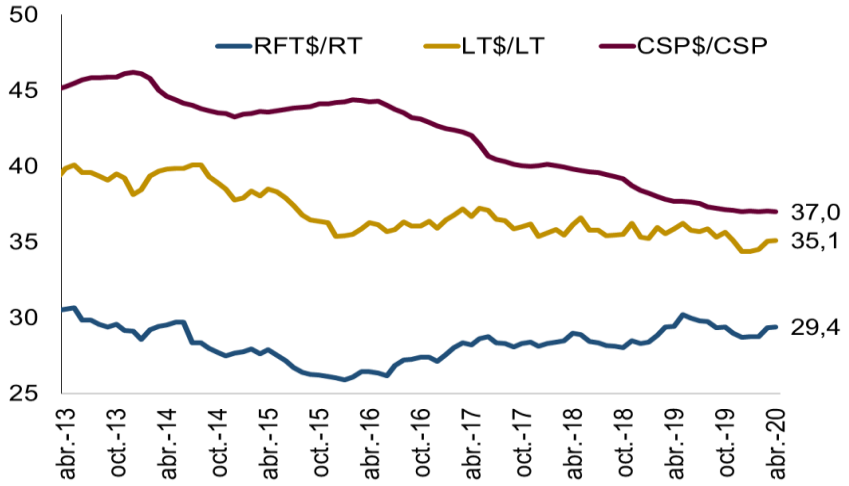
Este comportamiento se estima está asociado con la incertidumbre causada por la actual crisis sanitaria, dado que bajo esas condiciones los agentes económicos pueden preferir tener recursos líquidos para atender eventuales necesidades. Además, las bajas tasas de interés pasivas reducen el costo para los ahorrantes de mantener activos más líquidos.

Los agregados monetarios amplios (liquidez y riqueza financiera) evidenciaron en el primer trimestre del 2020 mayor preferencia relativa de los ahorrantes por los instrumentos denominados en moneda extranjera: en ambos indicadores la participación relativa de la moneda extranjera aumentó 0,7 p.p. con respecto a diciembre del 2019. Por el contrario, en el caso del crédito se mantuvo la tendencia a la desdolarización observada desde hace varios años (Gráfico 37).

La mayor preferencia relativa por los activos financieros en moneda extranjera puede ser reflejo de la intención de las personas de proteger sus ahorros ante la incertidumbre imperante, comportamiento que se ha presentado en otros eventos de crisis. Además, puede haber influido el deterioro observado en los primeros meses del presente año en el premio por ahorrar en moneda nacional (Gráfico 38).

Gráfico 37. Participación del componente en moneda extranjera en la liquidez total (LT), la riqueza financiera total (RFT) y el crédito al sector privado

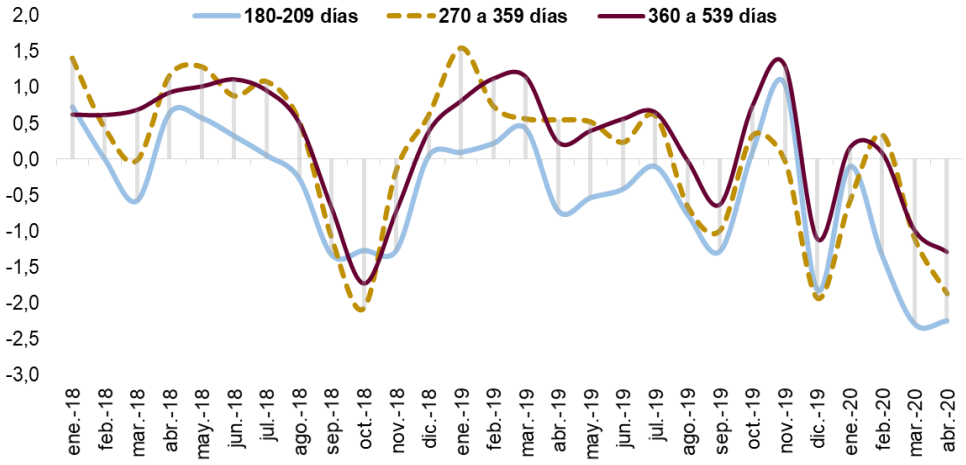
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Gráfico 38. Premio por ahorrar en moneda nacional[1]

En puntos porcentuales



[1] Toma como referencia las tasas de interés negociadas por los intermediarios financieros y la expectativa de tipo de cambio a 12 meses.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

PROYECCIONES Y BALANCE DE RIESGOS

Capítulo 6. Proyecciones y balance de riesgos

Este capítulo presenta las proyecciones macroeconómicas para lo que resta del 2020 y el 2021, así como los factores de riesgo que condicionan su cumplimiento.

El escenario macroeconómico que enfrenta la economía costarricense experimentó un drástico deterioro en relación con lo previsto en el Programa Macroeconómico 2020-2021 de enero pasado. El impacto de los efectos negativos de la pandemia del COVID-19 se materializaría en una contracción del PIB en el 2020 y un deterioro adicional del mercado laboral este año. Para el 2021 se estima que la actividad económica retorne al crecimiento.

Las cuentas externas para el bienio 2020-2021 también se prevé que manifiesten un deterioro en relación con las proyecciones de inicios de año. Por su parte, la inflación para ese bienio se mantendría baja, en razón de que las débiles condiciones de demanda más que compensarían a las disrupciones por el lado de la oferta.

Proyecciones para la economía mundial

Los organismos financieros internacionales prevén una recesión mundial en el 2020, en un contexto de elevada incertidumbre sobre la profundidad y duración del COVID-19. El Fondo Monetario Internacional, en el informe "Perspectivas de la economía mundial", publicado el 14 de abril del 2020, proyecta una caída en la economía global de 3%, la mayor desde la Gran Depresión de los años 30 del siglo pasado (Gráfico 39 y Cuadro 8).

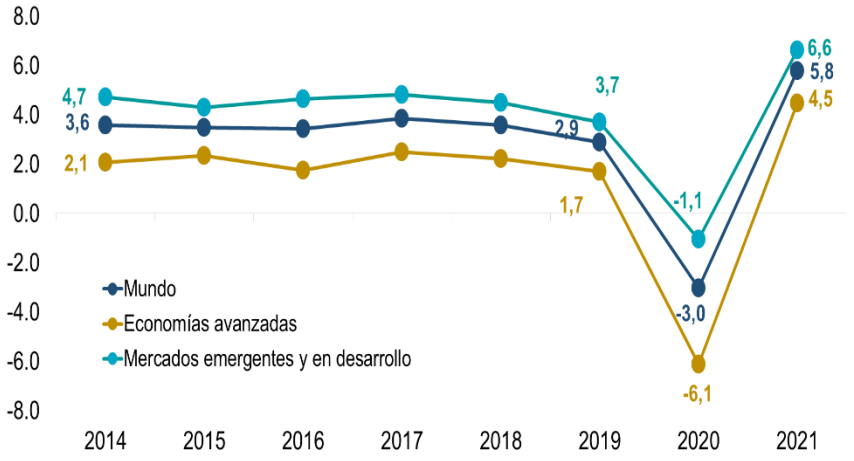
De las proyecciones del FMI destacan dos aspectos. En primer lugar, se prevé un choque negativo generalizado y muy fuerte en la producción mundial en el segundo trimestre del 2020, con una contracción de 3% para el año como un todo. La caída en la producción sería más fuerte en las economías avanzadas que en las emergentes y en desarrollo.

Por otra parte, en su escenario base, el FMI supone que los países empezarán a levantar las medidas de contención hacia la mitad del 2020, con lo cual la caída en la actividad económica mundial sería menor en el tercer trimestre de este año e iniciaría una recuperación a partir del cuarto trimestre, con una fuerte recuperación en el 2021 (crecimiento de 5,8%).

El FMI también prevé que la tasa de inflación mundial tienda a la baja en este bienio (Gráfico 40). Ello como consecuencia de la reducción en la demanda agregada global, que más que compensaría el impacto sobre los precios de los choques de oferta en las cadenas de producción y suministros.

Gráfico 39. Crecimiento de la producción mundial

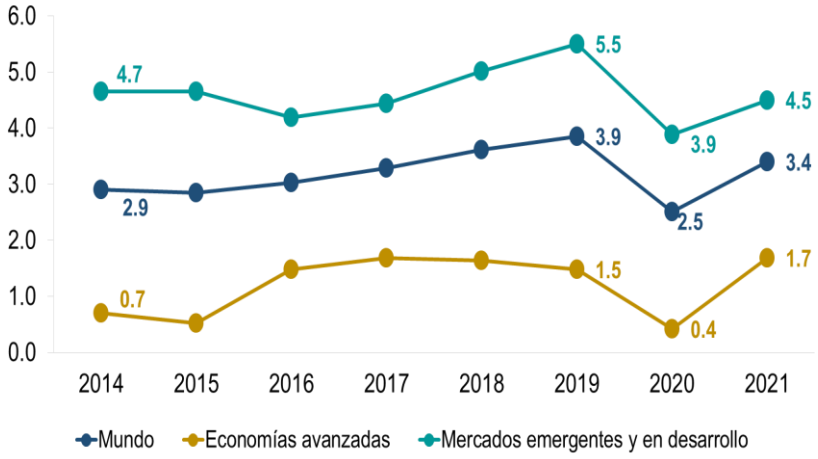
En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica, con información del FMI (abril de 2020).

Gráfico 40. Inflación mundial

En porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del FMI (abril de 2020).

Por otra parte, el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) publicaron recientemente proyecciones económicas específicamente para América Latina y el Caribe. El BM publicó el 12 de abril el Informe semestral de América Latina y el Caribe: La economía en tiempos del COVID-19", en el cual prevé que el PIB de América Latina y el Caribe (excluyendo Venezuela) caiga -4,6% en el 2020 y repunte en el 2021 (2,6%). Por su parte, el BID publicó el 10 de abril el "Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2020: Políticas para combatir la pandemia". El BID proyecta para el presente año una significativa recesión en la región que probablemente supere la registrada en el 2009 (cercana a -2%). En el escenario más extremo espera una caída del PIB superior a 5%.

Efecto del entorno internacional sobre la economía costarricense

El efecto de la actual coyuntura internacional se transmitiría a la economía nacional por varias vías: el crecimiento de los socios comerciales, la baja en el precio de las materias primas y las condiciones financieras.

Para el conjunto de los principales socios comerciales de Costa Rica[52], y con base en las proyecciones del FMI, se prevé una caída de 5,5% en el 2020, que contrasta con el crecimiento de 2,1% contemplado en las proyecciones del Programa Macroeconómico 2020-2021 del Banco Central, de enero pasado. A su vez, se proyecta una recuperación para los socios comerciales en el 2021, con un crecimiento de 4,3%.

En particular, Estados Unidos, principal socio comercial de Costa Rica, registrará una significativa caída (-5,9%) en el 2020 (Cuadro 8), para luego presentar una recuperación en forma de "V" hasta 4,7% en el 2021.

Cuadro 8. Proyecciones de crecimiento mundial
En porcentajes

	Promedio 2014-18	2018	2019 [1]	Proyecciones 2020	Proyecciones 2021
Crecimiento del producto					
Mundial	**3,6**	**3,6**	**2,9**	**-3,0**	**5,8**
Economías avanzadas	2,2	2,2	1,7	-6,1	4,5
Estados Unidos	2,5	2,9	2,3	-5,9	4,7
Zona del euro	2,0	1,9	1,2	-7,5	4,7
Mercados emergentes y en	4,6	4,5	3,7	-1,1	6,6
China	6,9	6,8	6,1	1,2	9,2
América Latina y Caribe	0,7	1,1	0,1	-5,2	3,4
Brasil	-0,7	1,3	1,1	-5,3	2,9
Socios comerciales, promedio [2]	**2,7**	**2,4**	**1,9**	**-5,5**	**4,3**

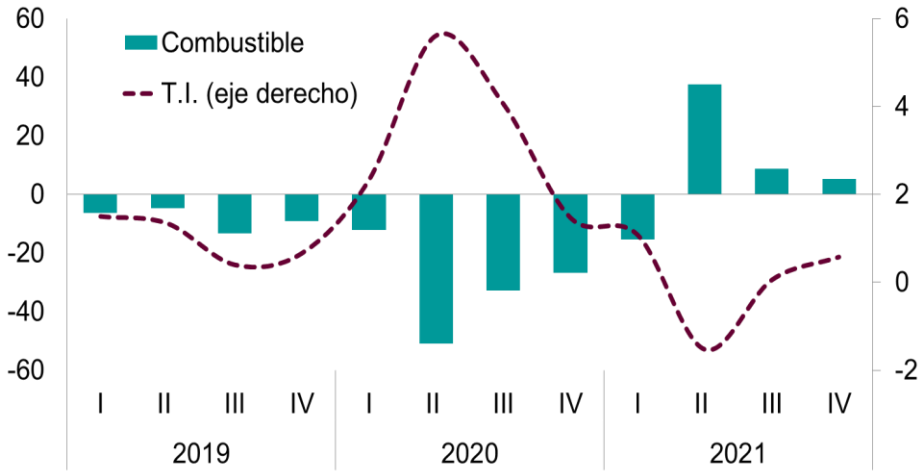
[1] Estimaciones.
[2] Ponderado por los flujos de exportación acumulados a enero de 2020.
Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del FMI (abril de 2020).

[52] Estimación del BCCR. Considera una muestra de 15 países que comprenden el 85% de las exportaciones de bienes a enero de 2020.

La caída en el precio del petróleo, cuyo valor ha alcanzado mínimos históricos, mitiga en parte las implicaciones negativas de la crisis para Costa Rica. Así, si bien los precios de nuestros productos de exportación podrían experimentar bajas, se prevé que el efecto neto sea una ganancia en los términos internacionales de intercambio de 3,1% en el 2020 (1,2% en el 2019, Gráfico 41).

Gráfico 41. Términos de intercambio y precios de combustibles, estimación para el 2020-2021

Variación interanual en porcentajes

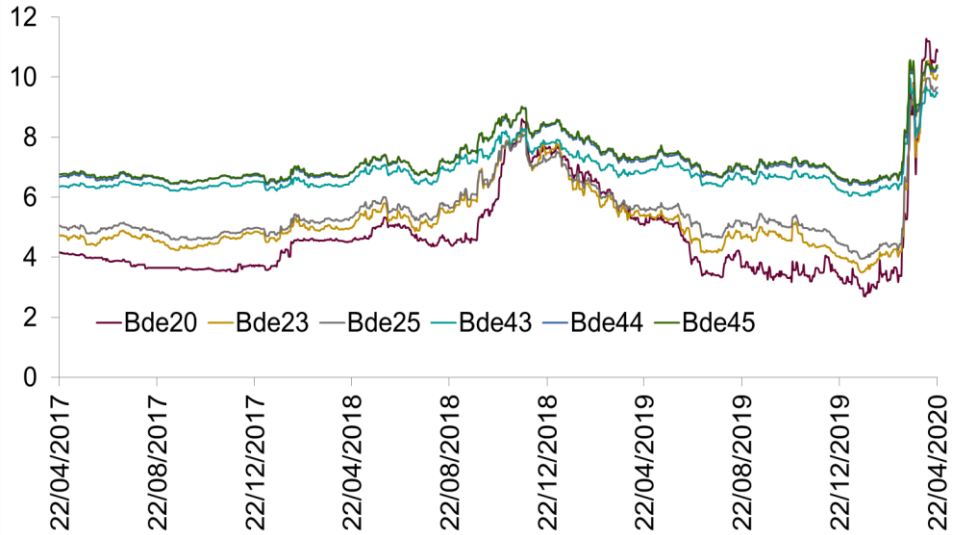


Fuente: Banco Central de Costa Rica.

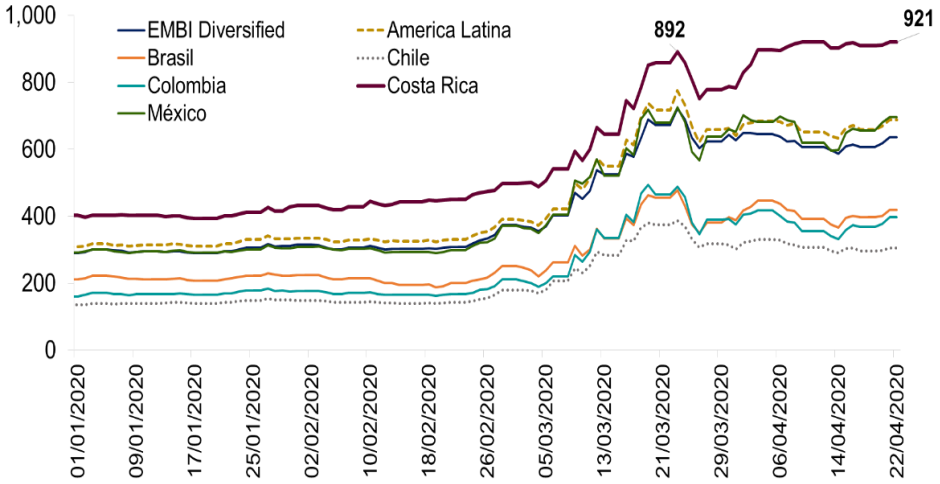
Finalmente, las condiciones financieras internacionales se han endurecido para nuestro país. Aunque los bancos centrales en países avanzados han relajado su política monetaria y las tasas de interés internacionales han caído, los rendimientos sobre la deuda externa de mercados emergentes, incluido nuestro país, han experimentado fuertes aumentos como consecuencia de la incertidumbre y la pérdida de apetito por riesgo en mercados financieros internacionales (Gráfico 42).

Gráfico 42. Deuda externa de Costa Rica

a. Rendimientos de bonos de deuda (en porcentajes)



b. Índice global diversificado de mercados emergentes (Embig)



Fuente: Bloomberg.

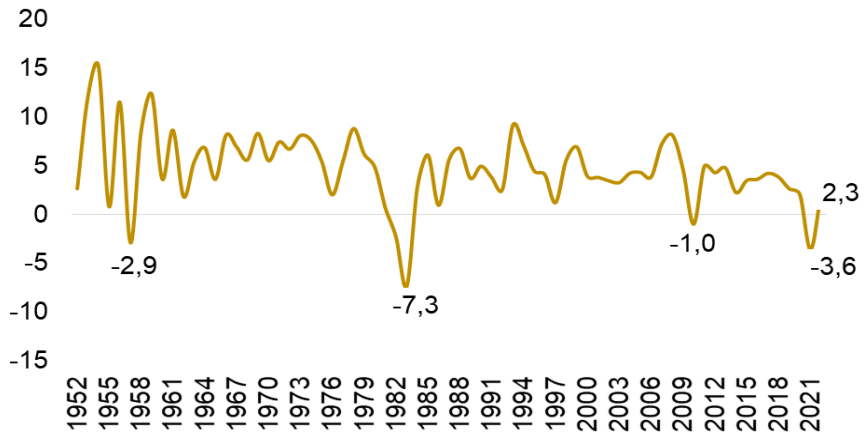
Proyecciones para la economía local 2020-2021

La economía costarricense enfrenta en la coyuntura actual dos choques en forma simultánea. Por un lado, un choque externo por la significativa caída en la demanda externa y el endurecimiento en las condiciones financieras internacionales, solo parcialmente mitigado por la caída en los precios del petróleo. Por otro, un choque interno por las medidas de distanciamiento social y de restricción al desplazamiento impuestas por nuestras autoridades sanitarias (el cierre de fronteras a extranjeros, suspensión de actividades masivas y el confinamiento de la población), que han provocado menores ingresos para empresas y hogares, con un impacto negativo sobre la demanda agregada y el empleo.

El Banco Central estima que el efecto combinado de esos choques llevará a una caída en el volumen de producción de 3,6% en el 2020, la segunda mayor contracción desde 1950, que es cuando inician las estadísticas oficiales de cuentas nacionales (Gráfico 43). Sobre el supuesto de que las medidas de contención sanitaria se levantarían gradualmente a partir de la segunda mitad del año, la contracción estaría concentrada en el segundo y tercer trimestres. A partir del cuarto trimestre del 2020 iniciaría un proceso de recuperación gradual, y para el 2021 se prevé un incremento anual de la producción de 2,3%[53].

Gráfico 43. PIB de Costa Rica en volumen: 1950-2021

Variación interanual en porcentajes



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

[53] El Programa Macroeconómico 2020-2021 contempló tasas de crecimiento del producto de 2,5% en el 2020 y de 3,0% en el 2021.

Por componentes del gasto (demanda agregada), se estima que la mayor contracción ocurrirá en las exportaciones (15,7%, Cuadro 9). En particular, la caída abrupta en la exportación de servicios refleja el impacto directo del cierre de fronteras (locales y en otros países) sobre el turismo, actividad que se prevé tendrá una más lenta recuperación luego de que concluyan las medidas de contención sanitaria[54]. Este efecto sería parcialmente compensado por el aumento en las ventas externas de servicios empresariales e informáticos[55].

Cuadro 9. PIB real por componentes del gasto
Variación interanual en porcentajes y aporte en puntos porcentuales

	Variación %		Aporte (p.p.)	
	2020	2021	2020	2021
Producto Interno Bruto	**-3,6**	**2,3**	**-3,6**	**2,3**
Demanda interna	**-0,5**	**1,8**	**-0,5**	**1,9**
Consumo de hogares	-0,9	2,2	-0,6	1,4
Consumo de gobierno	1,2	1,0	0,2	0,2
Formación bruta de capital fijo	-3,1	4,3	-0,5	0,7
Variación de existencias (% de PIB)			0,3	-0,4
Exportaciones de bienes y servicios	**-15,7**	**5,6**	**-5,3**	**1,6**
Bienes	-5,5	6,9	-1,1	1,3
Servicios	-29,2	3,3	-4,2	0,3
Importaciones de bienes y servicios	**-6,9**	**4,0**	**-2,2**	**1,2**
Bienes	-3,2	4,3	-0,8	1,0
Servicios	-21,3	2,7	-1,4	0,2

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

A pesar de la fuerte recesión en los socios comerciales, las exportaciones de bienes (agrícolas y manufacturados) registrarían un menor impacto[56], en especial las exportaciones de bienes manufacturados de los regímenes

[54] La afectación en la actividad de líneas aéreas comerciales también impacta las cadenas de valor de las industrias asociadas a los servicios que estas prestan. Analistas internacionales y empresas relacionadas con esta actividad estiman que recuperar el volumen de viajeros registrado previo al inicio de la crisis podría tomar entre 3 y 5 años. Para Costa Rica, se estima que las actividades vinculadas al turismo mostrarán una leve recuperación en el 2021, sin alcanzar el nivel de producción observado en el 2019.

[55] La producción de la industria de servicios informáticos, consultoría en gestión financiera y de apoyo a oficinas se mantendría resiliente. Empresas de países afectados seriamente por la pandemia y que cuentan con filiales en Costa Rica han trasladado parte de sus operaciones al país y han reforzado el equipo humano local.

[56] Piña, sandía, melón, flores, follajes, raíces y tubérculos son algunos de los productos con mayor afectación.

especiales[57]. Para el 2021, se prevé una recuperación parcial de las exportaciones, tanto de bienes como de servicios.

En forma paralela con el cierre de fronteras y el deterioro en los ingresos de las familias, la capacidad de gasto en el exterior bajaría significativamente (caída en el turismo por parte de nacionales). Además, con la reducción de la actividad económica, la importación de materias primas disminuiría, principalmente por parte de las empresas del régimen definitivo vinculadas con las industrias de metalurgia y materiales de construcción. También caerían las importaciones de bienes de capital, como consecuencia de la contracción en la inversión. En forma agregada, se prevé un decrecimiento de las importaciones de bienes y servicios de 6,9% en el 2020.

En lo que respecta al consumo de los hogares, las proyecciones contemplan una caída de 0,9% en el 2020. Esta contracción, la primera en 38 años[58], toma en consideración el deterioro en los ingresos de hogares y empresas. Sin embargo, se incorpora también el efecto mitigador de los subsidios directos que el Gobierno empezó a distribuir a grupos vulnerables de la población (personas que, debido a la crisis, perdieron sus empleos o experimentaron una suspensión del contrato de trabajo o una reducción en sus jornadas laborales). Se estima que, en ausencia de medidas de apoyo a grupos vulnerables, el consumo de los hogares habría caído alrededor de 2%. Para el 2021 se prevé una recuperación del consumo. Dado que el ingreso personal disponible se mantendría en un nivel similar al del año previo, se supone que esa recuperación se da mediante un mayor nivel de endeudamiento.

Para el consumo del Gobierno se supone un aumento de 1,2% en el presente año, como consecuencia de los gastos relacionados con la atención de la emergencia sanitaria (gastos en salud). Este impulso sería atenuado parcialmente por las medidas de contención del gasto público que está ejecutando el Poder Ejecutivo (contratación de personal para servicios de administración pública y de enseñanza y compra de bienes y servicios).

En la actual coyuntura también se estima una contracción en la inversión pública y privada. En el primer caso, la caída se explica por atrasos en la ejecución de proyectos bajo la figura de concesión de obra pública, en parte por las medidas de contención sanitaria, y la reducción en los presupuestos de entidades públicas para el desarrollo de infraestructura, ya previsto desde inicios de año. Por su parte, la evolución de la inversión privada es consecuente con el deterioro de los ingresos y las expectativas, tanto del

[57] Las empresas bajo el régimen de zona franca tienen una alta concentración en la venta de implementos médicos (52%), y algunas de ellas (pero no todas) han experimentado un incremento en la demanda en el contexto de esta crisis sanitaria. Otras, particularmente las que producen implementos relacionados con procedimientos médicos electivos (como cirugías plásticas), sí han sido fuertemente impactadas.

[58] En el contexto de la crisis financiera internacional del 2009, el consumo cayó 1,2% en el primer trimestre de 2009 (interanual), pero creció para el año como un todo.

sector empresarial como de los hogares, y con una mayor incertidumbre, que lleva a la posposición de decisiones de inversión.

Conforme se levanten las restricciones por el COVID-19, se prevé que mejore la confianza y las expectativas de los agentes económicos, lo que lleva a proyectar un crecimiento moderado de la inversión privada en el 2021. También se supone un mayor avance en obras de infraestructura pública, particularmente de mejoramiento vial.

Por industrias, la reducción en la producción sería generalizada en el 2020 (Cuadro 10). Como consecuencia de la caída abrupta del ingreso de turistas y las medidas de distanciamiento social, los servicios de hoteles y restaurantes experimentarían el mayor decrecimiento (27,6%), seguidos en orden de aporte a la tasa de variación por la manufactura, el comercio y la construcción.

La manufactura reflejaría la merma en la demanda por productos elaborados principalmente por empresas del régimen definitivo[59] y, en menor medida, las del régimen especial, como se comentó previamente. Para el 2021, la industria lidera el crecimiento.

Al igual que en el caso de la inversión, la incertidumbre sobre la duración de la crisis incide negativamente en la compra de productos de consumo duradero (aparatos eléctricos, vehículos, entre otros) y en la actividad comercial relacionada. Además, consecuente con la menor actividad agrícola y de la construcción, disminuiría la comercialización de agroquímicos y de materiales de construcción. Hacia el 2021, conforme mejoren las condiciones de demanda interna y la afluencia de turistas, es de esperar una recuperación de la actividad comercial.

[59] Estas empresas mostraron señales de recuperación en los últimos meses del 2019 y hasta el primer bimestre del presente año.

Cuadro 10. PIB real según actividad económica
Variación interanual en porcentajes y aporte en puntos porcentuales

	Variación %		Aporte en p.p.	
	2020	2021	2020	2021
Producto Interno Bruto	**-3,6**	**2,3**	**-3,6**	**2,3**
Agricultura	-2,3	2,7	-0,1	0,1
Manufactura	-4,8	3,8	-0,6	0,4
Construcción	-8,7	2,8	-0,3	0,1
Comercio	-5,3	1,8	-0,5	0,1
Transporte y almacenamiento	-5,0	2,2	-0,2	0,1
Hoteles y Restaurantes	-27,6	2,6	-0,9	0,1
Intermediación financiera y seguros	-2,5	2,6	-0,1	0,1
Otras actividades [1/]	-3,6	0,9	-0,1	0,0
Resto [2/]	-1,4	2,0	-0,8	1,2

[1] Artísticas, de entretenimiento, recreativas, hogares como empleadores y otros servicios.
[2] Minas y canteras, electricidad y agua, actividades inmobiliarias, información y comunicaciones, servicios empresariales, administración pública, educación y salud.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Para la construcción se estima una baja de 8,7%, tanto por la menor obra constructiva de proyectos privados residenciales y no residenciales, como de obras públicas dadas en concesión y que presentan atrasos. La moderada recuperación en el 2021 se sustenta en una mejora de las expectativas que, junto con favorables condiciones crediticias, incentivaría la ejecución de los permisos de construcción de proyectos previstos para el 2020, pero que se estima fueron pospuestos ante la incertidumbre y el deterioro en los ingresos familiares. Igual comportamiento se supone para la construcción pública, que se espera refleje un mayor avance en la construcción de obras viales[60].

Los servicios financieros caerían 2,5% en el 2020. La reducción en los planes de inversión, el cierre temporal o permanente de empresas y el deterioro en la capacidad de pago de los deudores, deprimen tanto la demanda de crédito como los ingresos por comisiones de estas entidades. Esta industria se recuperaría en el 2021.

En el caso de la industria agropecuaria, la mayor afectación se estima en la demanda externa por productos como piña, flores, follajes, sandía y melón[61] y en menor medida, la producción orientada al mercado local (plátano y hortalizas, principalmente). Lo anterior, se concentraría en el segundo y tercer

[60] Para el 2021 destaca la inversión prevista en la ruta 32 (San José –Limón), obras de los Programas de Infraestructura en Transporte (PIT), el segundo programa de infraestructura vial (PIV-II), así como obras para la ampliación de la ruta 1 (San José –San Ramón) como la intervención en los puentes sobre el río Ciruelas, río Alajuela y río Segundo y el conector Barreal-Castella.
[61] En el 2019, de estos productos se exportó a Estados Unidos el 48,2% y a Europa el 49,1%.

trimestres del año, para luego recuperarse gradualmente hasta alcanzar una variación anual de 2,7% en el 2021.

Al igual que en la actividad económica, los efectos adversos globales asociados al COVID-19 se manifiestan en un deterioro de las cuentas de la balanza de pagos respecto a lo previsto en la programación macroeconómica 2020-2021 de inicios de año.

Se estima que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos aumentaría a 4,5% del PIB en el 2020, y luego disminuiría a 4,2% del PIB en el 2021. Eso significa un deterioro con respecto al promedio observado en los seis años previos, explicado por el impacto esperado en las exportaciones, especialmente de servicios. Adicionalmente, en el 2020 los flujos de ahorro externo permitirían financiar la brecha de cuenta corriente y mantener la posición de activos de reserva en torno a 15,2%, mientras que el 2021, a diferencia de la historia reciente del país, los flujos de inversión directa serían insuficientes para atender el déficit de cuenta corriente, lo que se materializaría en una desacumulación de activos de reserva, llevando su saldo a un nivel cercano al 14,3% del PIB (Gráficos 44 y 45).

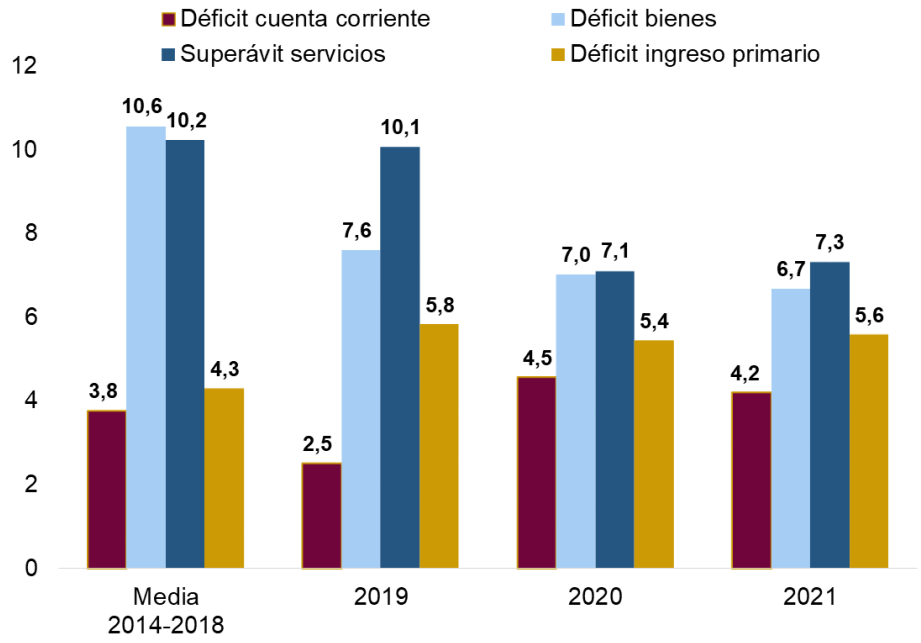
En particular, con respecto a la cuenta corriente destaca lo siguiente:

i) En este bienio tanto el déficit de bienes como el superávit de servicios se ubicarían en torno al 7% del PIB en cada año. Destaca la desmejora en la cuenta de servicios, que en los últimos 15 años mostró en promedio valores en torno al 10% del PIB. Ello pone de manifiesto el impacto directo de medidas globales de confinamiento y de cierre de fronteras que afectarían, principalmente, el rubro de viajes.

ii) En cuanto a los hidrocarburos, se supone un precio medio para el barril de cóctel de producto terminado de *USD* 49,3 en el 2020 (30,6% más bajo que el de 2019) y de *USD* 51,8 un año después. Estos precios, en conjunto con las proyecciones de una menor demanda, llevarían a una factura petrolera de *USD* 1.016 millones en el 2020 y de *USD* 1.166 millones en el 2021, lo que significa un ahorro de *USD* 561 millones y *USD* 410 millones en cada año con respecto al 2019. La recuperación en el segundo año de pronóstico es consecuente con el supuesto de un levantamiento de las restricciones sanitarias y los mayores niveles esperados tanto en la actividad económica como en el precio del petróleo.

iii) Acorde con el nivel de endeudamiento externo de la economía nacional, para el bienio se espera un menor desbalance en la cuenta de ingreso primario en el bienio en comentario con respecto al 2019, atribuido principalmente, a la menor renta asociada a los pasivos de inversión directa.

Gráfico 44. Componentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos
Como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

En relación con la cuenta financiera, para el 2020 se proyecta un ingreso neto de recursos por el equivalente a 5,3% del PIB, explicado por la inversión directa y el ingreso de recursos al sector público.

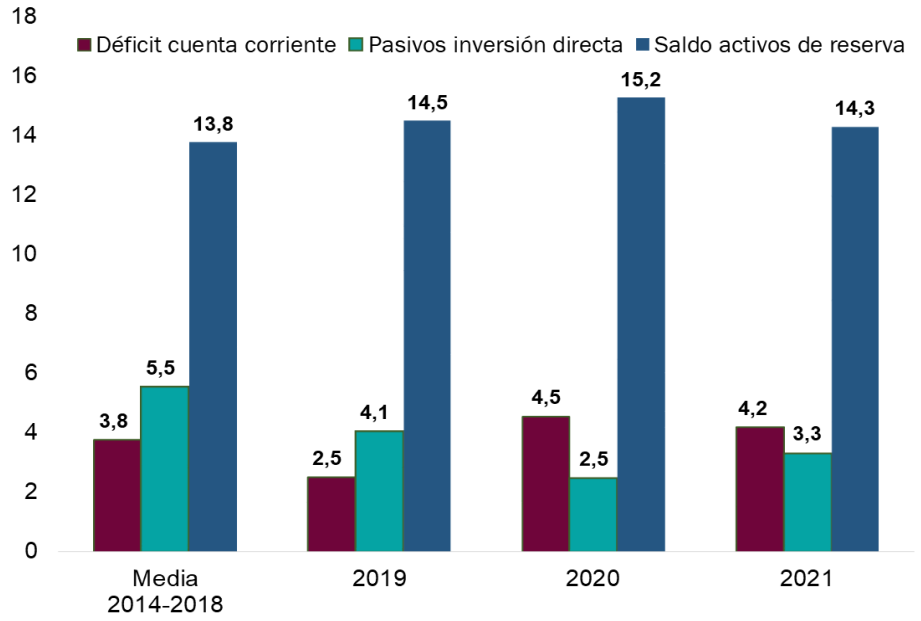
En particular, para el sector público está previsto el ingreso de recursos netos por *USD* 1.757 millones, monto que sería explicado por el ingreso por créditos de apoyo presupuestario por *USD* 3.175[62], influjos que serían parcialmente compensados, por la cancelación anticipada del préstamo de apoyo a la balanza de pagos otorgado por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por un saldo residual de *USD* 625 millones (efectuado el 13 de enero de 2020), el vencimiento de títulos de deuda BDE20 del Gobierno por *USD* 250 millones, la constitución proyectada de activos externos (netos) de las otras sociedades de depósito públicas (*USD* 423 millones) y pagos de operaciones contractuales por parte otras entidades públicas.

[62] Según la información del Ministerio de Hacienda disponible el pasado 24 de abril, en el 2020 se prevé contar con los siguientes créditos de apoyo presupuestario (*USD*): 1) Banco Interamericano de Desarrollo (BID): 245 millones, 2) Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE): 250 millones, 3) Banco Mundial (BIRF): 500 millones, 4) Corporación de Fomento (CAF): 1050 millones, 5) BID-Agencia Francesa de Desarrollo: 380 millones y 6) FMI-BID: 750 millones. En adición, el Gobierno Central gestiona incrementar el crédito con BCIE en *USD* 50 millones y para lo que resta del año tiene previsto desembolsos provenientes de créditos de inversión por *USD* 305 millones.

Para el 2021, el ingreso neto de recursos (equivalente a un 3,6% del PIB) estaría determinado, mayormente, por el ingreso de dólares al sector privado, donde destacaría la inversión directa (aunque como ya se indicó, insuficiente para atender el déficit de cuenta corriente), la cual se mantendría en un monto cercano al 3,3% del PIB. Para el sector público se espera una entrada neta de *USD* 901 millones, los cuales estarían explicados por el ingreso de recursos asociados a la colocación prevista de bonos de deuda externa por parte del Gobierno (*USD* 1.500 millones), desembolsos de préstamos vinculados a proyectos (*USD* 507 millones) y por créditos de apoyo presupuestario (*USD* 350 millones), cuyo efecto sería parcialmente compensado por pagos de operaciones contractuales de estos entes.

Gráfico 45. Déficit en cuenta corriente, pasivos de inversión directa y activos de reserva

Como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Dada la evolución prevista para el nivel de actividad económica, las condiciones financieras y el influjo de recursos externos, el ahorro financiero de la economía crecería en torno a 9,0% anual y permitiría atender una demanda de crédito que luego de prácticamente no crecer en el 2020 aumentaría alrededor de 4,7% en el 2021[63].

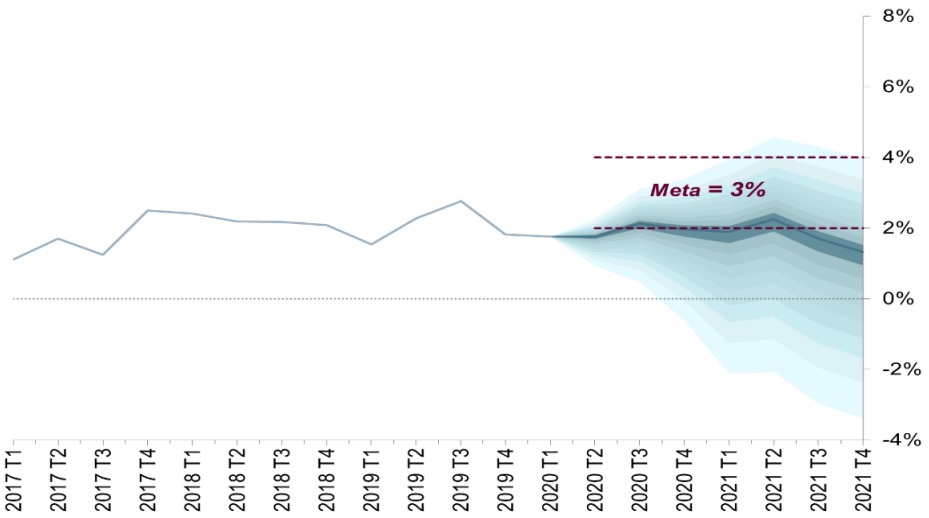
Finalmente, los modelos de pronóstico de inflación señalan que ésta se mantendrá baja. De hecho, se prevé que en la mayor parte de lo que resta

[63] Se prevé que el sistema financiero dispondría de recursos suficientes para atender el repunte en el crédito. Además del crecimiento que experimente la liquidez, el sistema financiero cuenta en estos momentos con liquidez abundante en colones, tal como se indicó previamente en este Informe.

del 2020 y para el 2021, la inflación se ubique por debajo del rango de tolerancia alrededor de la meta establecida por la Junta Directiva del Banco Central (2% a 4%), con un promedio de 1,8%[64] (Gráfico 46). Esto reflejaría una brecha del producto fuertemente negativa y un alto desempleo, como consecuencia de la recesión económica generada por el COVID-19, en un contexto de expectativas inflacionarias contenidas en torno al valor medio del rango meta y de baja inflación internacional.

Gráfico 46. Proyección de inflación[1]

Variación interanual en porcentajes



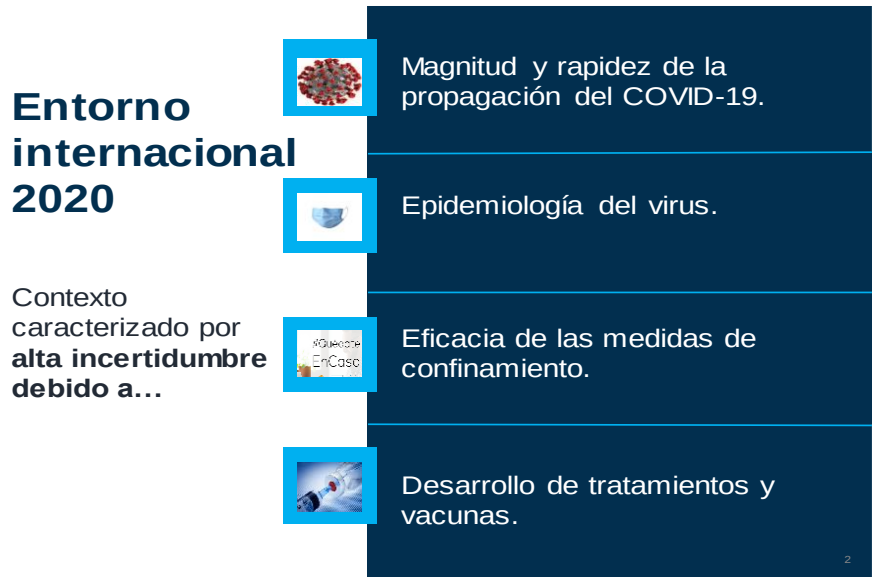
[1] El gráfico muestra las bandas de predicción de la inflación según el Índice de Precios al Consumidor a lo largo del horizonte de proyección. Se trata de proyecciones no condicionales; es decir, que no toman en consideración las posibles reacciones de política monetaria. La banda más oscura alrededor del valor central concentra el 10% de probabilidad de ocurrencia. Cada par de bandas con tonalidades cada vez más claras acumula un 10% adicional, hasta alcanzar el 90% de probabilidad.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Balance de riesgos

Las proyecciones para lo que resta del 2020 y para el 2021 de la economía internacional y local incorporan la mejor información disponible a abril del 2020. Sin embargo, tal como lo manifiesta el FMI en el informe "Perspectivas de la economía mundial" de abril 2020: "persiste una considerable incertidumbre en cuanto al pronóstico de la pandemia en sí, las secuelas macroeconómicas y las consiguientes tensiones en los mercados financieros y de materias primas". Los factores de incertidumbre sobre las proyecciones de crecimiento económico mundial se muestran en el Diagrama 2.

[64] Estas proyecciones son generadas a partir del modelo macroeconómico del Banco Central, con información disponible al 20 de abril de proyecciones de precios de materias primas, tasas de interés, crecimiento e inflación de los principales socios comerciales de Costa Rica, entre otras.

Diagrama 2. Factores de incertidumbre en las proyecciones de la economía global



Fuente: Banco Central de Costa Rica con información del FMI.

En línea con lo anterior, existen riesgos provenientes del contexto internacional e interno que, de materializarse, podrían desviar las proyecciones de este ejercicio.

Entre los principales riesgos para el contexto externo se identifican los siguientes:

1. Crecimiento económico global.

Este ejercicio se basa en las proyecciones del FMI para el crecimiento mundial y de nuestros socios comerciales en el bienio 2020-2021. Esas proyecciones, que prevén una recesión económica global para el 2020 y el retorno al crecimiento para el año siguiente, en especial para Estados Unidos de América (nuestro principal socio comercial), suponen que la pandemia causada por el COVID-19 tiende a disminuir en la segunda parte del año en curso. No obstante, si la pandemia se mantuviera por más tiempo, el escenario sería más adverso.

De materializarse un crecimiento económico mundial (en particular de Estados Unidos de América) menor al incorporado en estas proyecciones, la economía costarricense podría enfrentar una menor demanda externa que, de no ser compensada por la demanda interna, incidiría negativamente sobre la actividad económica nacional. Lo anterior llevaría a una brecha del producto aún más negativa para los próximos trimestres, con lo cual continuarían las fuerzas desinflacionarias y como consecuencia, la inflación podría ubicarse por debajo del valor central proyectado.

2. Precios internacionales de las materias primas.

Es conocida la alta volatilidad en el precio de las materias primas en el mercado internacional, sobre todo en petróleo y sus derivados. De particular relevancia para Costa Rica es el comportamiento de estos últimos, dada su condición de importador neto de hidrocarburos.

Este ejercicio incorpora una importante reducción para el 2020 en el precio del producto terminado que importa Costa Rica (en torno a 30% con respecto al 2019), debido a la guerra de precios entre los principales productores, una caída inédita en la demanda como consecuencia de las medidas de contención sanitaria por el COVID-19 y la saturación en la capacidad de almacenamiento. Se prevé también un ligero aumento en el precio para el 2021 (alrededor de 5%). Sin embargo, la evolución de los precios del petróleo podría variar en función del comportamiento de la actividad económica mundial, acuerdos de recortes a la producción por parte de miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados y por eventos geopolíticos.

Así, el impacto sobre las proyecciones de inflación de este ejercicio por inflación importada y brecha del producto (por efectos en términos de intercambio e ingreso disponible) dependerá del efecto neto sobre el precio del petróleo de la interacción entre los factores de demanda y la oferta.

Por otra parte, los principales riesgos internos se relacionan con:

1. Una duración más prolongada de lo previsto de las medidas de contención sanitaria en el país

Si las medidas de contención sanitaria tuvieran que mantenerse por todo este año o incluso parte del 2021, eso llevaría a una contracción económica más fuerte y duradera. En particular, podría darse una mayor destrucción de empleos y del tejido empresarial, lo que no solo atrasaría la fase de recuperación económica, sino que también la haría más débil.

Dos riesgos internos posiblemente asociados con una prolongación de las medidas de contención sanitaria serían un deterioro de las finanzas públicas superior a lo previsto y una caída prolongada en la confianza de consumidores y empresarios, que retardaría la recuperación.

2. Deterioro de las finanzas del Gobierno Central.

Si bien la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas en diciembre del 2018 constituyó un paso firme hacia la solución estructural del desequilibrio fiscal, los efectos de la pandemia por el COVID-19 impactarían negativamente las finanzas del Gobierno Central en el 2020 y el 2021.

En línea con lo anterior, un déficit primario por encima de las proyecciones del Ministerio de Hacienda podría manifestarse en una presión al alza sobre las tasas de interés locales, con un efecto neto negativo sobre la demanda

agregada. Como consecuencia, la brecha del producto se haría aún más negativa, reduciendo presiones sobre la inflación y aumentando la probabilidad de que ésta se ubique por debajo de lo proyectado. Este efecto podría ser mitigado por eventuales presiones cambiarias que resultaren si un deterioro en las finanzas del Gobierno por encima de lo proyectado resultare en una pérdida de confianza por parte de inversionistas nacionales y extranjeros.

3. Confianza de consumidores y empresarios

Si bien los indicadores de confianza de los consumidores y empresarios mejoraron a inicios del presente año con respecto a los últimos trimestres del 2019, todavía permanecen en terreno pesimista. Los efectos de la pandemia por el COVID-19 a partir de marzo pasado podrían aumentar las expectativas negativas, con un impacto adverso sobre las decisiones de consumo e inversión. Esta situación favorecería la persistencia de fuerzas desinflacionarias por la vía de una brecha del producto negativa.

Finalmente, subsiste también el riesgo de choques climáticos.

4. Choques de oferta de origen interno no anticipados, relacionados especialmente con condiciones climáticas adversas.

Estos eventos, de manifestarse en forma significativa, tendrían impactos negativos sobre la actividad agropecuaria y la infraestructura vial, y por tanto sobre la capacidad de crecimiento de la economía. Eso incrementaría las presiones desinfacionarias (brecha más negativa), aunque éstas podrían ser compensadas parcialmente por el alza en los precios de bienes agrícolas que podría resultar de esos choques climáticos.